

Die Grenzen der Geldpolitik in einer offenen Volkswirtschaft

Markus Lusser*

Zwischen Luxemburg und der Schweiz lässt sich manch Verwandtes entdecken. Die Verwandtschaft gründet auf gleichartigen Erfahrungen in einem vielen Einflüssen offenen, mit zwei Kulturen verbundenen Kleinstaat. Damit lässt sich wohl auch unsere ähnliche Entwicklung zu Dienstleistungszentren in Verbindung bringen. Als Finanzplatz von internationalem Zuschnitt werden wir uns allerdings nur behaupten, wenn unsere Politiker in ihren Bemühungen um günstige Rahmenbedingungen und unsere Banken in ihren Anstrengungen für noch bessere Dienstleistungen nicht nachlassen.

Eine stabile Währung gehört zu den wichtigsten Rahmenbedingungen jedes Finanzplatzes. Die Schweizerische Nationalbank, der in meinem Lande bei der Sicherung eines stabilen Preisniveaus eine vorrangige Rolle zufällt, verfolgt seit 1975 eine Geldmengenpolitik. Sie geht davon aus, dass längerfristig zwischen der Entwicklung von Geldmenge und Preisniveau ein enger Zusammenhang besteht. Eine starke Zunahme der Geldmenge führt – mit einer Wirkungsverzögerung – zu Inflation, während eine Verlangsamung des Geldmengenwachstums die Inflation bremst.

In der Schweiz eignet sich, wie Untersuchungen zeigen, die Notenbankgeldmenge, die sich aus dem Notenumlauf und den Giro Guthaben der Banken bei der Nationalbank zusammensetzt, am besten für die Geldmengensteuerung. Ein jährlicher Anstieg der Notenbankgeldmenge von 2 bis 3% sollte längerfristig Stabilität des Preisniveaus gewährleisten. Im Rahmen dieser längerfristigen Vorstellung formuliert die Nationalbank jährlich Wachstumsziele für die Notenbankgeldmenge. Mit der Veröffentlichung dieser Jahresziele auferlegt sie sich selber einen Disziplinierungs- und Rechtfertigungszwang! Gleichzeitig gibt sie damit der Wirtschaft eine Orientie-

rungshilfe und erleichtert die Prognostizierbarkeit des Wirtschaftsverlaufs.

Die auf die lange Frist ausgerichtete Verstetigungsstrategie, die wir in unserer Geldpolitik verfolgen, bedeutet eine klare Absage an eine aktive Konjunkturpolitik – eine Absage, die dadurch akzentuiert wird, dass in der Schweiz die Fiskalpolitik – in die sich Bund, Kantone und Gemeinden teilen – kaum in den Dienst der Konjunkturpolitik gestellt werden kann.

Für die Strategie der Verstetigung unserer Geldpolitik sprechen mehrere Gründe:

- Wir müssen uns, erstens, eingestehen, dass wir über die genauen Wirkungszusammenhänge der Geldpolitik immer noch zuwenig wissen, um eine konjunkturelle Feinsteuerung der Wirtschaft mit Erfolg durchzuführen. Geldpolitische Massnahmen können bei falscher Dosierung oder bei einer Fehleinschätzung der Wirkungsverzögerungen aber rasch prozyklisch wirken.
- Eine expansive Geldpolitik vermag, zweitens, die reale Wirtschaftsentwicklung nur kurzfristig zu beeinflussen. Um anhaltende Wirkungen zu erzielen, müsste die Geldmenge zunehmend stärker ausgedehnt werden. Verbunden damit würde sich auch der Preisauftrieb beschleunigen. Mit der Zeit wäre der ganze Prozess durchschaut: die realen Impulse einer expansiven Geldpolitik blieben aus. Einzig die Inflationsspirale würde sich weiterdrehen.
- Schliesslich ist in eine Geldpolitik, die auf die längerfristige Verstetigung angelegt ist, ein – allerdings begrenzter – Stabilisator eingebaut. Die so konzipierte Geldpolitik wirkt sich im Aufschwung leicht restriktiv, im Abschwung dagegen leicht expansiv aus. Die restriktive Wirkung im Aufschwung lässt sich gegenwärtig an der steigenden Tendenz der schweizerischen Zinssätze, insbesondere der Geldmarktsätze, ablesen.

* Mitglied des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank. Referat, gehalten vor dem International Bankers' Club Luxemburg in Luxemburg am 2. Oktober 1984.

Seit dem Übergang zur Geldmengenpolitik im Jahre 1975 wurde das Geldmengenwachstum schrittweise von jährlich 6% auf heute 3% zurückgenommen. Es liegt damit nahe beim längerfristig angestrebten Niveau. Die Inflationsrate bildete sich von knapp 10% im Jahresmittel von 1974 auf zur Zeit 2,9% (August) zurück. Die Arbeitslosenrate stieg dabei nie wesentlich über 1%. Dies sind Erfolge. Sie werden bei näherer Betrachtung allerdings relativiert. Trotz behutsamem Vorgehen gelang die Stabilisierung nur unter Erschütterungen. Im Jahre 1975 erlebte die Schweiz einen sehr schweren Konjunkturbuch: Das reale BSP bildete sich um 7,7% zurück, und die Beschäftigung erfuhr einen starken Abbau. Nur halbwegs genesen, wurde die schweizerische Wirtschaft im Jahre 1978 von einer heftigen Wechselkurskrise geschüttelt: Von Mitte 1977 bis Herbst 1978 erhöhte sich der exportgewichtete Kurs des Schweizer Frankens nominal um fast 50% und real um gut 35%. Weite Teile der schweizerischen Exportwirtschaft – unter ihnen selbst renommierte Firmen – sahen sich in ihrer Existenz bedroht.

Nach den stürmischen siebziger Jahren ist die Schweizer Wirtschaft zwar in etwas ruhigere Wasser eingelaufen. Für wie lange ist aber – dies lehren uns die geschilderten Erfahrungen – ungewiss.

Die Schwierigkeiten, auf die die Geldmengenpolitik in der Schweiz während der ersten zehn Jahre ihrer Durchführung stiess, zeigen gleichzeitig auch deren Grenzen auf. Obwohl die Nationalbank eine auf Preisniveaustabilität ausgerichtete Geldmengenpolitik verfolgt, lässt sich nicht bestreiten, dass sie vom Verlauf des Wechselkurses nachhaltig beeinflusst wird. Hier liegen die wichtigsten Grenzen der Geldpolitik in der Schweiz – einem Land, das stark auslandorientiert ist und über 30% seines Bruttosozialprodukts exportiert und importiert.

Die Erfahrungen haben gezeigt, dass die Wechselkurse beim Floating nicht nur kurzfristig stark schwanken. Sie können sich vielmehr über Zeiträume von Jahren recht stark von ihrem Trend entfernen. Derartige Wechselkursschwankungen führen aber zu wirtschaftlichen Verzerrungen:

- Sie leiten Aussenhandelsströme um
- Sie können ferner gesamtwirtschaftliche Störungen verursachen, indem sie zu Konjunkturerbrüchen und Beschäftigungsproblemen oder zu Überhitzungserscheinungen führen
- Bei länger anhaltenden Wechselkursauschlägen sind schliesslich strukturelle Fehlentwicklungen zu befürchten: Fehlinvestitionen, eine unnötige Vernichtung von Produktionskapazitäten oder schwer rückgewinnbare Verluste von Marktanteilen.

Unter dem Eindruck solcher Schwierigkeiten kann die Nationalbank auch in Zukunft immer wieder unter Druck geraten, in den Devisenmarkt korrigierend einzugreifen.

Wer auf die Wechselkursentwicklung Einfluss nehmen will, hat zunächst allerdings die Frage nach dem «richtigen» Wechselkurs zu beantworten. Diese Antwort wird häufig in der Berufung auf die Kaufkraftparitätentheorie gesucht. Die Vorstellung, wonach zwischen den Währungen Kaufkraftparität besteht und die Wechselkurse sich nur gemäss den Inflationsdifferenzen zwischen den Ländern bewegen, ist bestechend. Sie gilt aber nicht mit ausreichender Zuverlässigkeit. Und vor allem gilt sie nur langfristig. Deshalb kann sie der Währungspolitik, bei der – auch bei langfristiger Zielsetzung – in der kurzen Frist gehandelt werden muss, keine Handlungsrichtlinien geben. Längerfristig gerechtfertigte Wechselkursanpassungen erfolgen nicht gleichmässig, sondern oft sprunghaft. Bei starken Wechselkursveränderungen lässt sich deshalb immer erst im nachhinein erkennen, ob es sich lediglich um Fluktuationen oder um eine längerfristig erforderliche Kursanpassung handelt. Eingriffe in den Devisenmarkt sind ausserdem mit der Gefahr, erwünschte dynamische Anpassungsprozesse zu stören, verbunden. Wechselkurse entwickeln sich aber nicht jenseits jeder Rationalität. Kursfluktuationen sind insofern rational, als sie vornehmlich Änderungen in den Wechselkursorwartungen widerspiegeln. Bei der Bildung von Wechselkursorwartungen nehmen die Inflationserwartungen eine zentrale Stellung ein. Informationen können von den Finanzmärkten zwar falsch oder überinterpretiert werden und unnötige Kursfluktuationen verursachen. Längerfristig

tendieren die Wechselkurse jedoch zum wirtschaftlich gerechtfertigten Niveau hin.

Eine Notenbank, die in die Wechselkursentwicklung eingreifen will, sollte aber nicht nur eine Vorstellung vom «richtigen» Kurs haben. Sie muss vielmehr auch in der Lage sein, den Wechselkurs überhaupt zu bewegen. Die Schweizerische Nationalbank hatte in den letzten zehn Jahren Gelegenheit, auch hier reiche Erfahrungen zu sammeln. Aus diesen Erfahrungen lässt sich eine Lehre ziehen: Eine wirksame Wechselkursbeeinflussung ohne Verletzung des Geldmengenziels und der Preisniveaustabilität ist kaum möglich. Lassen Sie mich dies anhand der von uns verfolgten Strategie illustrieren:

Nach dem Übergang zum System flexibler Wechselkurse Anfang 1973 verzichtete die Nationalbank trotz steigendem nominalem und realem Frankenkurs zunächst auf Interventionen. Eine konsequent auf Preisniveaustabilität ausgerichtete Geldmengenpolitik führte zu einem Abbau der Inflationsrate von knapp 10% im Jahresmittel 1974 auf rund 1% im Jahresmittel 1977. Diese Geschwindigkeit des Teuerungsabbaus wurde allerdings zusätzlich durch den Frankenkursanstieg und die damit verbundene Importverbilligung gefördert.

Der Frankenkursanstieg veranlasste die Nationalbank Ende 1974 zu verschiedenen administrativen Gegenmassnahmen. Im Vordergrund stand ein Verzinsungs- und Anlageverbot für ausländische Gelder. Ende 1974 wurde ausserdem die Pflicht eingeführt, Dollars, die für bewilligungspflichtige Kapitalexporte benötigt wurden, bei der Nationalbank umzutauschen. Durch diese Konversionspflicht erhöhte die Nationalbank ihren Spielraum für Dollarkäufe. Diese und weitere administrative Massnahmen vermochten die Höherbewertung des Schweizer Frankens aber nicht aufzuhalten. Dies erstaunt kaum. Von Anfang an war nämlich die Wirkung solcher Restriktionen durch die Existenz internationaler Märkte in Frage gestellt oder doch mindestens stark eingeschränkt.

Die Nationalbank versuchte deshalb in der Periode von 1975 bis 1977, zusätzlich zu den geschilderten administrativen Abwehrmassnah-

men, die unterschiedliche Wirkungsverzögerung, mit der Wechselkurse und Preisniveau auf geldpolitische Massnahmen reagieren, zur Eindämmung des Frankenkursanstiegs zu nutzen. Durch Dollarkäufe wurden das Geldangebot ausgedehnt und die Zinssätze gesenkt. Sobald die Wechselkurse reagierten und die Währungslage sich normalisierte, wurde die überhöhte Geldmenge wieder abgebaut. Auf diese Weise konnten die Wechselkurse zunächst in die gewünschte Richtung beeinflusst werden; gleichzeitig entwickelte sich das Geldmengenwachstum einigermaßen in Einklang mit den Geldmengenzielen. Sobald die Marktteilnehmer diese Interventionsstrategie durchschauten – was relativ rasch geschah –, funktionierte sie jedoch nicht mehr. Mit der Zeit festigte sich sogar der Eindruck, dass die Nationalbank nicht bereit sei, einer Höherbewertung des Frankens durch eine inflationäre Geldpolitik entgegenzuwirken. Dies trug zu einer weiteren Stärkung der Währung bei. Die Tendenz der Devisenmärkte, ihre Wechselkursbewertungen nur Änderungen des geldpolitischen Kurses anzupassen, die ihnen als dauerhaft erschienen, führte dazu, dass die «sterilisierten» Interventionen wirkungslos verpufften.

Im Herbst 1978 kam es schliesslich – wie schon erwähnt – trotz einem immer enger geknüpften Netz von Abwehrmassnahmen zu einer eigentlichen Wechselkurskrise. Der Kursanstieg des Schweizer Frankens überstieg das tragbare Mass. Die Nationalbank konnte eine weitere Kursbefestigung nicht dulden und entschloss sich, die Geldmengenpolitik zugunsten eines Wechselkursziels von deutlich über 80 für die D-Mark/Schweizer-Franken-Relation zu sistieren. Die Verteidigung dieses Wechselkursziels führte in kurzer Zeit zu einer massiven Aufblähung der Notenbankgeldmenge. Sie nahm in der Periode von September bis Dezember 1978 um 30% zu. Die Geldmenge M_1 erhöhte sich im gleichen Zeitraum um 13%. Mit der üblichen Verzögerung von zwei bis drei Jahren stieg auch die Inflation an; sie erreichte im Herbst 1981 eine Rate von 7,5%.

Anfang 1979 normalisierte sich die Lage am Devisenmarkt. Die Nationalbank konnte wieder zur Geldmengenpolitik zurückkehren. Aufgrund der Erfahrung, dass die Wechselkursentwicklung

Im wesentlichen von der Geldpolitik bestimmt wird, wurden alle administrativen Massnahmen gegen den Zufluss ausländischer Gelder bis Sommer 1980 aufgehoben. Die Nationalbank intervenierte auch nur noch sehr zurückhaltend im Devisenmarkt. Sie konzentrierte ihre Kräfte erneut auf die Inflationsbekämpfung.

Die D-Mark/Schweizer-Franken-Relation verzeichnete in den letzten Jahren nur noch geringfügige Fluktuationen. Seit Ende 1981 schwankte der Kurs der D-Mark – ohne dass die Nationalbank grössere Devisenmarktinterventionen tätigte – in einem Band von 80 bis 85 Rappen. Diese Stabilität der Wechselkurse dürfte wesentlich auf die vergleichbare wirtschaftliche Entwicklung und vor allem auf den ähnlichen wirtschaftspolitischen Kurs der Bundesrepublik und der Schweiz zurückzuführen sein. Kleinere Kursfluktuationen entstanden meist in Zusammenhang mit grösseren Dollarkursbewegungen, bei denen – je nach Situation – einmal die D-Mark und ein andermal der Schweizer Franken als Gegenwährung stärker im Vordergrund standen. Der Frankenkurs der D-Mark fluktuierte aber weniger stark als die Wechselkurse im Europäischen Währungssystem. Dies erstaunt insofern nicht, als das Europäische Währungssystem noch immer durch recht unterschiedliche wirtschaftliche Verhältnisse geprägt ist.

Starke Wechselkursfluktuationen verzeichnen wir heute vor allem gegenüber dem Dollar. Die aktuelle Dollarstärke dürfte wesentlich mit den im internationalen Vergleich hohen amerikanischen Zinssätzen zusammenhängen. Die grosse Zinsdifferenz zugunsten von Dollaranlagen ist vor allem auf die konjunkturelle Phasenverschiebung zwischen den USA und Europa sowie auf die problematische Verbindung von expansiver Fiskal- und zurückhaltender Geldpolitik in den Vereinigten Staaten zurückzuführen. Längerfristig ist diese Situation instabil. Es ist deshalb nicht verwunderlich, dass die Wechselkursbewertungen volatil sind und zu starken Dollarkurschwankungen führen.

Die jüngsten Entwicklungen der D-Mark/Schweizer-Franken-Relation und des Dollarkurses sind – damit möchte ich das Fazit aus meinen Ausführungen ziehen – letztlich neue Beispiele für eine

alte Erkenntnis. Es bleibt uns nur eine einzige Möglichkeit, die Grenzen der Geldpolitik in einer offenen Volkswirtschaft auszuweiten und gleichzeitig die Stabilität von Preisen und Wechselkursen zu erreichen: Sie liegt im Willen aller wichtigen Industrieländer, eine stetige, auf inflationsfreies Wirtschaftswachstum ausgerichtete Geld- und Fiskalpolitik zu verfolgen. Verfehlen die Industrieländer dieses Ziel, so haben wir auch in Zukunft immer wieder mit schwierigen Wechselkursproblemen zu rechnen.

Wie würde sich die Schweizerische Nationalbank, erneut mit schwerwiegenden Wechselkursproblemen konfrontiert, verhalten? Sicher wäre sie in einer solchen Situation – aufgrund ihrer Erfahrungen – um zwei Illusionen ärmer: um die Illusionen nämlich, die Wechselkurse entweder mit administrativen Massnahmen oder aber mit sterilisierten Devisenmarktinterventionen wirksam beeinflussen zu können. Die aus dieser Desillusionierung erwachsene Überzeugung, dass nur nichtsterilisierte – d.h. geldmengenwirksame – Interventionen die Wechselkurse nachhaltig zu beeinflussen vermögen, erklärt auch die aktuelle Zurückhaltung der Nationalbank gegenüber Versuchen, durch Dollarverkäufe den Anstieg des Kurses der amerikanischen Währung aufzuhalten. Das Ausmass der zur Eindämmung eines Dollarkursanstiegs erforderlichen Geldmengenverknappung könnte – bei starken Auftriebskräften – sehr beträchtlich sein. Im Hinblick auf die konjunkturelle Entwicklung wäre eine Verschärfung des geldpolitischen Kurses heute aber völlig verfehlt. Sie würde die schweizerische Volkswirtschaft gefährlicher als ein vorübergehend überhöhter Dollarkurs treffen.

Die geschilderte Skepsis sowohl gegenüber administrativen Massnahmen wie gegenüber sterilisierten Interventionen am Devisenmarkt stellt uns allerdings vor eine heikle Frage, die die Grenzen unserer geldpolitischen Autonomie aufzeigt. Diese «Gretchenfrage» heisst: Wäre die Nationalbank in einer erneuten Wechselkurskrise bereit, von ihrem Geldmengenziel abzuweichen oder die Zielvorgabe gar – wie 1978 – ein weiteres Mal zugunsten eines Wechselkursziels zu sistieren? Diese Frage lässt sich nicht generell beantworten. Ein Entscheid müsste im konkreten Fall – unter Berücksichtigung der gesamt-

wirtschaftlichen Situation – gefällt werden. Sicher aber ist, dass es uns, gestützt auf die nach 1978 gewonnenen Erfahrungen, noch weit schwerer

als damals fallen würde, die Geldmengenpolitik partiell oder ganz zugunsten einer expliziten Wechselkurspolitik aufzugeben.