

# Ist die schweizerische Geldpolitik wirklich monetaristisch?

Georg Rich\*

## 1. Einleitung

Mitte der siebziger Jahre ging eine Reihe von Zentralbanken, darunter auch die Schweizerische Nationalbank, dazu über, Geldmengenziele festzulegen. Die Hinwendung der wichtigsten Zentralbanken zu monetären Zielgrössen wurde weitherum als Sieg des Monetarismus gewertet. Tobin (1981, S.30) vertritt die Ansicht, dass die Notenbanken nur allzu bereit waren, sich dem Monetarismus zu verschreiben, da sie «eine Orthodoxie gegen den Druck von Präsidenten und Premierministern, Kongress und Parlamenten» dringend nötig hatten. Die Monetaristen selbst sind nicht überzeugt, dass sich die Zentralbanken wirklich zu ihren Ideen bekehrten. Gemäss Friedman (1983) muss deutlich zwischen monetärer Rhetorik und monetärer Praxis unterschieden werden. Er räumt zwar ein, dass gegenwärtig viele Zentralbanken ihre Politik in die Sprache der Monetaristen kleiden, bleibt aber skeptisch im Hinblick auf die tatsächliche, praktische Anwendung dieser Ideen. Brunner (1983, S. 53–55) weist die Ansicht ebenfalls zurück, wonach die Zentralbanken zu einer monetaristischen Politik gefunden hätten, da «ihre Strategie und Taktik von monetaristischen Ideen weit entfernt» seien. Seiner Meinung nach ist die Schweizerische Nationalbank die einzige Zentralbank, die eine einigermaßen konsequente monetaristische Politik verfolgt. Wie es sich auch immer mit Brunners Einschätzung verhalten mag, so möchte ich doch unterstreichen, dass auch die Nationalbank nicht durchwegs monetaristisch operiert, wenn auch monetaristische Ideen zweifellos einen starken Einfluss auf die schweizerische Geldpolitik ausüben. Im folgenden möchte ich

aufzeigen, wie stark der Monetarismus die schweizerische Geldpolitik beeinflusst. Ferner untersuche ich die Gründe, weshalb sich die Nationalbank zwar auf das Gedankengut des Monetarismus beruft, aber dennoch eine eher pragmatische als dogmatische Geldpolitik betreibt. Insbesondere analysiere ich die schweizerische Geldpolitik im Hinblick auf jene fünf Punkte, die meines Erachtens den Kern der monetaristischen Denkweise darstellen<sup>1</sup>:

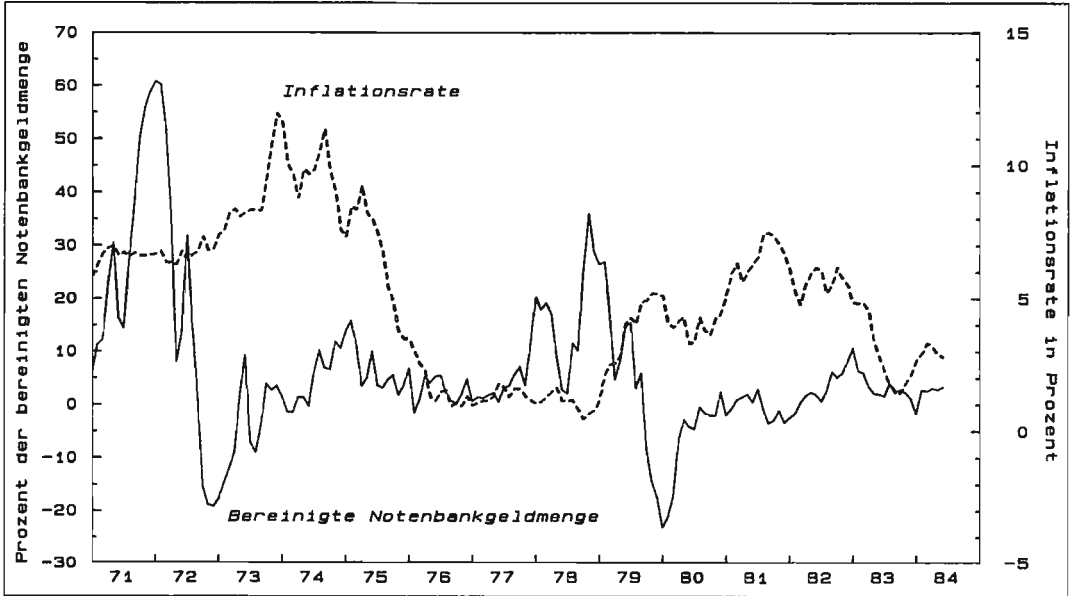
1. Die Inflation ist hauptsächlich ein monetäres Phänomen.
2. Preisstabilität sollte primäres Ziel der Geldpolitik sein.
3. Die Geldpolitik sollte auf der Basis von Geldmengenzielen aufgebaut sein.
4. Die Geldmenge ist kontrollierbar.
5. Ein Regelsystem ist einer Ermessenspolitik vorzuziehen.

## 2. Die Inflation ist hauptsächlich ein monetäres Phänomen

Die Monetaristen sind der Meinung, über längere Zeiträume bestehe eine enge, positive Korrelation zwischen Inflationsrate und Geldmengenentwicklung. Über kurze Zeiträume hingegen treffe dies nicht zu, da die Inflationsrate auf Veränderungen des Geldmengenwachstums mit einer langen und variablen zeitlichen Verzögerung reagiere. Die Monetaristen unterstreichen zwar den Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum und Inflation, betrachten die Teuerung jedoch nicht ausschliesslich als ein monetäres Phänomen, wie dies von Blinder (1984) und anderen Keynesianern behauptet wird. Brunner (1983,

\* Direktor und Leiter der Volkswirtschaftlichen Abteilung der Schweizerischen Nationalbank. Leicht überarbeitete Fassung eines Referats, gehalten an der Monetary Conference «Money: A Search for Common Ground», in Lugano am 27. und 28. April 1984. Der Verfasser dankt besonders Professor J. L. Stein für seine wertvollen Hinweise zur ersten Fassung sowie Jürg Waldmeier für seine sorgfältige Übersetzung aus dem Englischen.

<sup>1</sup> In dieser Arbeit werden die monetaristischen Thesen nur in bezug auf die Geldpolitik untersucht. Daneben beschäftigen sich die Monetaristen jedoch auch mit Fiskalpolitik und anderen Gebieten der Wirtschaftspolitik. Für ausgezeichnete Übersichtsartikel zur Problematik des Monetarismus siehe Stein (1976, 1982), Mayer (1978), Purvis (1980), Laidler (1981), Batten und Stone (1983) und Hoover (1984).

**Grafik 1: Geldmengenwachstum und Inflation<sup>1</sup>**

<sup>1</sup> Veränderung der bereinigten Notenbankgeldmenge und des Konsumentenpreises gegenüber dem Vorjahr in Prozent

S. 50) räumt ausdrücklich die Möglichkeit ein, dass reale Störungen, wie beispielsweise eine Verteuerung des Erdöls, einen einmaligen Anstieg des Preisniveaus und eine vorübergehende Zunahme der Inflationsrate auslösen können. Im Gegensatz zur Ansicht Blinders scheint sich die Betrachtungsweise der Keynesianer und der Monetaristen hinsichtlich des Inflationsprozesses nicht fundamental voneinander zu unterscheiden, zumindest nicht in den Vereinigten Staaten. Gemäss Blinder (1984) anerkennen die Keynesianer durchaus die ausschlaggebende Rolle der Geldmenge als Ursache der Inflation. Sie betonen aber, dass es in der kurzen Frist nicht-monetäre Gründe für eine Erhöhung der Preise geben könne. Zweifellos könnten die Monetaristen den Aussagen Blinders bezüglich des Inflationsprozesses beipflichten. Ebenso sind heute in den Vereinigten Staaten viele Keynesianer bereit, die monetaristische Lehre von der Rolle des Geldes im Inflationsprozess zu akzeptieren. Demgegenüber blieben jedoch zahlreiche britische Keynesianer, wie beispielsweise Kaldor, bei ihrer Ansicht, wonach die Wurzel der Inflation nicht in der Geldmengenentwicklung liege. Kaldor vertritt die

Meinung, dass «der Preis von Waren und Dienstleistungen (zumindest im industriellen Sektor) als Folge höherer Kosten, zum Beispiel von Rohmaterialien, Energie und Arbeit, steige». Das Geldangebot sei daher nicht exogen, sondern passe sich den Veränderungen der Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen an (Kaldor, 1982, S. 45–46).

Die Erfahrungen in der Schweiz seit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen im Januar 1973 scheinen die monetaristischen (oder amerikanisch-keynesianischen) Ansichten zum Inflationsprozess zu bestätigen. Wie Grafik 1 zeigt, ist die Beziehung zwischen dem Wachstum der bereinigten Notenbankgeldmenge<sup>2</sup> und dem Anstieg der Konsumentenpreise ziemlich eng, zumindest seit den frühen siebziger Jahren.

<sup>2</sup> Die bereinigte Notenbankgeldmenge wird definiert als die Summe von Notenumlauf und Giroguthaben der Wirtschaft bei der Nationalbank. Da die Liquiditätsreserven der Banken in der Schweiz am Monatsende jeweils kurzfristig stark ansteigen, werden die Zahlen um den sogenannten Ullmoeffekt bereinigt.

Zyklische und längerfristige Bewegungen der Inflationsrate können weitgehend durch Veränderungen des Wachstums der Notenbankgeldmenge erklärt werden. Ferner illustriert Grafik 1, dass die zyklischen Wendepunkte der Inflationsrate den entsprechenden Wendepunkten im Basisgeldwachstum mit einer grossen zeitlichen Verzögerung, nämlich von zwei bis drei Jahren, folgen. Das Muster von Grafik 1 wird durch ökonomische Studien (vgl. Buomberger und Müller, 1983) bestätigt, die aufzeigen, dass im langfristigen Durchschnitt Bewegungen der Inflationsrate hauptsächlich auf die Differenz zwischen dem Trendwachstum der Geldmenge und dem des realen Bruttosozialprodukts zurückzuführen sind.

Kurzfristig waren gelegentlich andere Faktoren als das Geldmengenwachstum für Veränderungen der Inflationsrate verantwortlich. So war beispielsweise der vorübergehende starke Anstieg der Teuerung im ersten Halbjahr 1979 hauptsächlich durch den Ölpreisschock bedingt. Ferner wirkten sich die immer wieder auftretenden starken Wechselkursschwankungen über Veränderungen der inländischen Preise von Importgütern auf die Inflationsrate aus. Verglichen mit dem Einfluss des Geldmengenwachstums waren diese Faktoren jedoch von untergeordneter Bedeutung. Die Ansicht, wonach die Inflation in der Schweiz vor allem ein monetäres Phänomen sei, wird nicht nur von der Nationalbank, sondern auch von vielen Schweizer Politikern und Wirtschaftswissenschaftlern geteilt<sup>3</sup>.

### 3. Ziele der Geldpolitik

Für die Monetaristen ist die Preisstabilität oberstes Ziel der Geldpolitik. Sie geben zu, dass Inflationsbekämpfung über eine Verminderung des Geldmengenwachstums einen vorübergehenden Rückgang von Produktion und Beschäftigung zur Folge haben kann. Ein temporärer Anstieg der Arbeitslosigkeit ist der Preis, den die Gesellschaft für die Wiedererlangung eines inflationsfreien Umfeldes zu bezahlen hat. Was die Auswirkungen einer Veränderung des Geldmengenwachstums auf Produktion und Beschäftigung betrifft, scheinen sich Monetaristen und Keynesianer einmal mehr weitgehend einig zu sein<sup>4</sup>. Hingegen unterscheiden sich die beiden

Denkschulen bezüglich der Frage, welche Bedeutung die geldpolitischen Behörden der Arbeitslosigkeit beimessen sollen. Nach Friedman (1983, S. 4–5) ist ein stabiles Preisniveau das eigentliche Ziel der Geldpolitik; er spricht sich aber für eine allmähliche Annäherung an dieses Ziel aus, um die negativen Auswirkungen einer antiinflationären Geldpolitik auf die Beschäftigung möglichst gering zu halten. In Zeiten hoher Arbeitslosigkeit würde Tobin (1983, S. 26–27) andererseits ohne Zögern zu einer expansiven Geldpolitik übergehen, um das Wirtschaftswachstum und die Beschäftigung anzukurbeln. Diese Politik würde er auch auf die Gefahr einer Beschleunigung der Inflation hin empfehlen.

Die schweizerischen Erfahrungen weisen darauf hin, dass Änderungen des geldpolitischen Kurses die Beschäftigung vorübergehend beeinflussen. Daher berücksichtigt die Nationalbank bei der Festlegung ihrer Geldmengenziele auch die allfälligen Wirkungen auf den Arbeitsmarkt. Man kann sich darüber streiten, ob die Haltung der Nationalbank Beschäftigungsschwankungen gegenüber keynesianisch oder monetaristisch genannt werden soll. Ihr Ansatz ist monetaristisch in dem Sinne, als die Preisstabilität oberstes Ziel ihrer Geldpolitik darstellt. Vor allem steht ihre Politik im Einklang mit der monetaristischen Ansicht, wonach eine Ausweitung der Geldmenge die Beschäftigung nicht dauernd erhöhen kann.

Realwirtschaftliche Entwicklungen haben die Geldpolitik in zweierlei Hinsicht beeinflusst:

Erstens verfolgte die Nationalbank in den letzten Jahren einen Weg der schrittweisen Inflationsbekämpfung und vermied dabei Schocktherapien. Zweitens entschied sie sich in einem Fall vorübergehend zu einer expansiven Geldpolitik, um einen Produktions- und Beschäftigungsrückgang zu verhindern, den sie als Folge einer übertriebenen nominellen wie realen Aufwertung des Schweizerfrankens befürchtete. Dieser geld-

<sup>3</sup> Eine hervorragende, weitgehend monetaristische, Untersuchung zur schweizerischen Geldpolitik vermitteln Baltensperger und Böhm (1983).

<sup>4</sup> Es muss angemerkt werden, dass die Monetaristen und Keynesianer bezüglich der Mechanismen, über die sich eine Änderung des Geldmengenwachstums auf die Beschäftigung und Produktion auswirkt, uneinig sind.

politische Kurswechsel erklärt den ausgeprägten Zuwachs der bereinigten Notenbankgeldmenge im Jahre 1978 und die darauffolgende Beschleunigung der Teuerung (vgl. Grafik 1). Die Nationalbank war sich des Risikos dieser Politikänderung sehr wohl bewusst und liess einen vorübergehenden Anstieg der Inflation zu, um den Schweizerfranken auf ein ihr angemessen erscheinendes Niveau zu senken.

Die Ereignisse des Jahres 1978 belegen die Schwierigkeiten, denen ein kleines Land wie die Schweiz bei der Führung einer antiinflationären Geldpolitik begegnet. Bedingt durch die engen Handels- und Finanzverflechtungen mit der Weltwirtschaft reagiert die Schweiz äusserst empfindlich auf wirtschaftliche Entwicklungen in anderen Ländern. Im Jahre 1978 wurde uns voll bewusst, dass eine straffe antiinflationäre Politik zu einer markanten Aufwertung des Schweizerfrankens führt, solange andere Länder eine inflationäre Geldpolitik beibehalten. Die reale Aufwertung des Schweizerfrankens stellte die Nationalbank vor ein Dilemma. Einerseits trug die Höherbewertung über ihren Einfluss auf die inländischen Preise importierter Güter zu einem Rückgang der Inflation bei. Andererseits untergrub sie die Wettbewerbsfähigkeit der schweizerischen Industrie auf dem Weltmarkt in bedrohlichem Ausmass. Keynesianer begrüsst die Politikänderung der Nationalbank im Jahre 1978 vermutlich lebhaft, während Monetaristen einer solchen vorübergehenden Aufgabe der Inflationsbekämpfung zugunsten einer stabilen Beschäftigungslage wohl eher skeptisch gegenüber standen.

Abgesehen von den Problemen, die sich aus den übermässigen Wechselkursschwankungen ergaben, war das wirtschaftliche und politische Klima in der Schweiz für die Durchführung einer wirksamen antiinflationären Geldpolitik sehr günstig. Die ausgeprägte Rezession in den Jahren 1974 und 1975 führte in der Schweiz nicht zu hoher Arbeitslosigkeit, sondern bewirkte eine Rückwanderung ausländischer Arbeitnehmer in ihre Herkunftsländer. Die Verringerung der Zahl ausländischer Arbeitskräfte kam den Behörden sehr gelegen, da diese zu jener Zeit einem starken politischen Druck ausgesetzt waren, der Einwanderung engere Grenzen zu setzen. In jüngerer Zeit hat die Bedeutung der ausländischen Arbeitneh-

mer als Puffer beträchtlich an Gewicht verloren. Seit 1975 ist der Anteil der ausländischen Arbeitskräfte mit permanenter Niederlassungsbewilligung im Steigen begriffen. Diese geniessen auf dem Arbeitsmarkt denselben Status wie Schweizer und können in einer Rezession nicht in ihre Heimat zurückgeschickt werden. Die antiinflationäre Politik der Nationalbank wurde zudem durch einen hohen Grad an Lohnflexibilität und ein ausgesprochen verantwortungsbewusstes Auftreten der Gewerkschaften unterstützt.

#### 4. Die Rolle der Geldmengenziele

Seit langem weisen die Monetaristen darauf hin, dass die Geldpolitik wesentlich erfolgreicher wäre, wenn sich alle Notenbanken dazu verpflichteten, Wachstumsziele für die Geldmenge festzulegen und das Geldmengenwachstum nahe dieser Grössen zu halten. Sie empfehlen Geldmengenziele aus mindestens zwei Gründen. Erstens betrachten sie das Geldmengenwachstum als zuverlässigsten Indikator für den Restriktionsgrad der Geldpolitik. Zweitens möchten die Monetaristen den Ermessensspielraum der Zentralbanken einschränken und deren Politik einem System fester Regeln unterwerfen. In diesem Abschnitt wird ausschliesslich die Indikatorfunktion von Geldmengenzielen untersucht; auf die Problematik eines Regelsystems wird in Abschnitt 5 eingegangen.

Damit das Geldmengenwachstum als zuverlässiger geldpolitischer Indikator dienen kann, muss die Voraussetzung eines stabilen Verhältnisses zwischen Geldnachfrage und den grundlegenden Zielvariablen der Geldpolitik, d.h. dem Preisniveau und der Produktion bzw. der Beschäftigung erfüllt sein. Wenn eine stabile Geldnachfragefunktion existiert, weiss die Notenbank, dass sie durch die strikte Kontrolle des Geldmengenwachstums die grundlegenden Ziele ihrer Geldpolitik erreichen kann. Monetaristen halten die Geldnachfrage für genügend stabil, um das Geldmengenwachstum als zuverlässigen geldpolitischen Indikator heranziehen zu können. Im Gegensatz dazu zweifeln die Keynesianer an der Stabilität dieser Funktion und würden deshalb zögern, die Zentralbanken an irgendeine monetäre Zielgrösse zu binden. Tobin (1983, S. 20–23) beispielsweise schlägt vor, das nominelle Brutto-

sozialprodukt als Zielgrösse zu bestimmen. Aus dem Ziel für das Bruttosozialprodukt würden sodann eine Reihe operationaler Zwischenziele abgeleitet, die als Richtschnur für geldpolitische Entscheide dienen. In Frage kämen Grössen wie die verschiedenen Geldmengenaggregate, die Bankreserven und die kurzfristigen Zinssätze.

Die Frage nach der Stabilität der Geldnachfrage kann nur durch die Ökonometrie beantwortet werden. Untersuchungen für die Vereinigten Staaten deuten darauf hin, dass die Geldnachfrage vor 1973 stabil war, in den letzten Jahren jedoch beträchtliche Instabilitäten aufgetreten sind (vgl. Judd und Scadding, 1982). Die Resultate dieser Untersuchungen haben der keynesianischen Sicht etwas Auftrieb gegeben. Monetaristen (vgl. Brunner, 1983, S.41–42) hingegen betrachten die in den genannten Untersuchungen nachgewiesenen Instabilitäten nicht als schwerwiegend genug, um die Zweckmässigkeit von Geldmengenzielen ernsthaft in Frage zu stellen.

Die Untersuchungen für die Schweiz weisen – im Gegensatz zu denjenigen für die Vereinigten Staaten – nicht auf bedeutende Instabilitäten der Geldnachfragefunktion hin, zumindest nicht für die Zeit nach dem Übergang zum System flexibler Wechselkurse (vgl. Vital, 1978, Rich und Béguelin, 1984). Die Schwankungen der schweizerischen Nachfrage nach  $M_1$  und Notenbankgeld werden weitgehend durch Einkommens- und Zinssatzänderungen erklärt und geben kaum Hinweise auf Instabilitäten in den geschätzten Parametern. Zudem geben die geschätzten Gleichungen das Trendwachstum der Geldnachfrage recht exakt wieder, liefern aber nicht immer zuverlässige Prognosen über vierteljährliche oder sogar jährliche Veränderungen. Während die geschätzten Gleichungen somit kurzfristig nicht sehr stabil sind, widerspiegeln sie die Bewegungen der Geldmenge über einen Zeitraum von zwei und mehr Jahren ziemlich genau. Die bei der Prognose vierteljährlicher oder jährlicher Schwankungen der Geldnachfrage aufgetretenen Fehler stellen für die Geldpolitik kein grosses Problem dar, solange sich die Zentralbanken darauf beschränken, Preisstabilität schrittweise über einen gewissen Zeitraum hinweg zu erreichen und keine Feinsteuerung der Wirtschaft angestrebt wird.

Da sich die Nationalbank seit jeher gegen eine monetäre Feinsteuerung ausgesprochen hat, erachtet sie Geldmengenziele als ein sinnvolles geldpolitisches Instrument. In der Schweiz gibt es seit 1975 Geldmengenziele. Von 1975 bis 1978 legte die Nationalbank Wachstumsziele für  $M_1$  fest, ging dann aber im Jahre 1980 zu einer Zielgrösse für die bereinigte Notenbankgeldmenge über. Im Jahre 1979 wurde auf die Festlegung eines Geldmengenziels verzichtet, nachdem die Wechselkursituation die Nationalbank gezwungen hatte, ihre Geldpolitik vorübergehend zu lockern. Die Nationalbank schliesst sich somit der Ansicht der Monetaristen an, wonach Geldmengenziele die Ecksteine der Geldpolitik darstellen sollten.

## 5. Die Kontrollierbarkeit der Geldmenge

Die Monetaristen sind der Meinung, dass die Geldmenge – falls dies angestrebt wird – durch die Zentralbanken wirksam kontrolliert werden kann. Die schweizerischen Erfahrungen bestätigen diese Ansicht vollumfänglich. In einem kleinen Land wie der Schweiz ist die Geldmenge jedoch nur kontrollierbar, wenn die Währungsbehörden den Wechselkurs frei schwanken lassen. Seit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen kann sowohl  $M_1$  als auch die bereinigte Notenbankgeldmenge ziemlich präzise gesteuert werden. Dies bedeutet jedoch nicht, dass es der Nationalbank immer gelungen wäre, ihre Ziele genau zu erreichen. Tabelle 1 zeigt für das Jahr 1978 – aus Gründen, die weiter oben angeführt wurden – und für die Jahre 1980 und 1981 starke Abweichungen. Diese waren jedoch beabsichtigt und nicht die Folge einer mangelnden Kontrollierbarkeit der Geldmenge.

## 6. Ermessen kontra Regelsystem

Die Monetaristen treten seit langem dafür ein, den Ermessensspielraum der Geldpolitiker einzuschränken und durch ein Regelsystem zu ersetzen. Sie betrachten die Resultate einer auf Ermessensentscheiden beruhenden Geldpolitik als wenig ermutigend und sind überzeugt, dass die Chancen für eine Stabilisierung des Preisniveaus unter einem Regelsystem steigen würden. Fried-

**Tabelle 1: Ziel und tatsächliches Wachstum von  $M_1$  und der bereinigten Notenbankgeldmenge**

Jahr	Zielvariable	Ziel	effektiver Wert
		prozentuales Wachstum <sup>1</sup>	
1975	$M_1$	6	4.4
1976	$M_1$	6	7.7
1977	$M_1$	5	5.5
1978	$M_1$	5	16.2
1979	$M_1$	–	–
1980	bereinigte Notenbankgeldmenge	4 <sup>2</sup>	– 0.6 <sup>2</sup>
1981	do.	4	– 0.5
1982	do.	3	2.6
1983	do.	3	3.6
1984	do.	3	

<sup>1</sup> Durchschnitt aus monatlichen Wachstumsraten, berechnet als prozentuale Veränderung der Aggregate gegenüber den entsprechenden Vorjahreswerten.

<sup>2</sup> Das Ziel für 1980 wurde als durchschnittliches prozentuales Wachstum der bereinigten Notenbankgeldmenge gegenüber dem Stand von November 1979 definiert. Für jeden Monat des Jahres 1980 wurde die prozentuale Veränderung der bereinigten Notenbankgeldmenge gegenüber November 1979 berechnet. Die monatlichen Wachstumsraten wurden dann auf das Jahr hochgerechnet und als jährliches Wachstum ausgewiesen. Die tatsächliche Rate von –0.6 Prozent ist der Durchschnitt der auf das Jahr hochgerechneten monatlichen Wachstumsraten.

Quellen:

Monatsbericht der Schweizerischen Nationalbank, Tabelle 9, verschiedene Ausgaben, Beilage zum Monatsbericht der Schweizerischen Nationalbank, Heft Nr. 2, Februar 1982.

man beispielsweise möchte die für die Geldpolitik Verantwortlichen verpflichten, vorgebene und präzise definierte Wachstumsziele für die Geldmenge zu verfolgen, die so festgelegt werden, dass innert vernünftiger Frist eine Inflationsrate von Null erreicht wird. Diese Ziele würde er über mehrere Jahre hinweg konstant halten und somit die Zentralbanken zu einer Verstärkung ihrer Politik zwingen. Obwohl eine auf Ermessensentscheidungen beruhende Geldpolitik zugegebenermassen nicht immer die in sie gesteckten Erwartungen erfüllt hat, ist der Glaube an ein perfektes Regelsystem illusionär. Die Geldpolitiker sind gewiss nicht vollkommen; dennoch bezweifle ich, dass man die Festlegung des geldpolitischen Kurses einem Computer überlassen könnte. Zum einen wäre bei der Programmierung eines solchen Computers auch Ermessen im Spiel. Zum andern leben wir in einer Welt voller Über-

raschungen, was von Zeit zu Zeit Anpassungen bestehender Verhaltensregeln verlangt. Selbst wenn grösste Anstrengungen unternommen würden, die Zentralbanken in eine Zwangsjacke zu stecken, schliche sich das Ermessen auf irgend eine Art und Weise wieder in den geldpolitischen Entscheidungsprozess ein.

Während der Versuch, die Handlungsfreiheit der Zentralbanken zu beschneiden, sich als sinnloses Unterfangen herausstellen würde, ist es das gute Recht der Öffentlichkeit, von den Zentralbanken Rechenschaft über ihr Tun zu verlangen. Allzu oft haben Zentralbanken Ihre Glaubwürdigkeit aufs Spiel gesetzt, indem sie ihre Massnahmen in einen Nebel von Verwirrung und Mystik einhüllten, um sich einer kritischen Überprüfung ihrer Politik durch die Öffentlichkeit zu entziehen. Eine grössere Bereitschaft der Zentralbanken, Rechenschaft über ihre Arbeit abzugeben, würde der Öffentlichkeit gestatten, die Geldpolitik laufend zu überprüfen.

Um der Öffentlichkeit die Möglichkeit einer kritischen Prüfung der Geldpolitik zu geben, sollten die Zentralbanken meiner Ansicht nach die folgenden Prinzipien beachten:

- Die Zentralbank gibt die obersten Ziele der Geldpolitik und die den einzelnen Zielen beigegebenen Gewichte bekannt.
- Sie umreisst klar die Art und Weise, wie sie die einzelnen Ziele zu erreichen gedenkt. Dies lässt sich am besten durch die Angabe eines Zwischenzieles, wie beispielsweise eines Wachstumsziels für die Geldmenge, erreichen. Als Zwischenziel sollte die Zentralbank eine Variable wählen, die in enger Relation zu den Grössen steht, die sie letztlich steuern will.
- Jede Abweichung vom Zwischenziel wird erklärt und begründet.

Die Verpflichtung der Zentralbank, Abweichungen von der Zwischenzielvariablen anzugeben und zu begründen, schafft die Möglichkeit einer öffentlichen Prüfung der Geldpolitik. Es leuchtet ein, dass ein Zwischenziel die Zentralbank nur dann der öffentlichen Kritik und Diskussion aussetzt, falls:

- das Ziel vorangekündigt wird;
- die Zentralbank über die Möglichkeit verfügt, die Zielvariable mit grosser Genauigkeit zu

steuern. Zielvariablen, die nicht präzise kontrolliert werden können, eröffnen der Zentralbank bequeme Entschuldungsmöglichkeiten, falls Abweichungen auftreten sollten;

- die Zielgrösse für eine einzige Variable gewählt wird. Mehrere Zwischenziele machen es der Zentralbank möglich, Änderungen in der Geldpolitik während der Zielperiode zu kaschieren. Ist die Anzahl der Ziele gross genug, findet die Zentralbank stets eines, das sie einhalten konnte;
- die Beobachtungsperiode lang genug gewählt wird, um die Zielgrösse zu einem sinnvollen Massstab für die Leistung der Zentralbank zu machen;
- die Zentralbank die Voraussetzungen für eine Abweichung von der Zielgrösse im voraus angibt, falls sie mit der Möglichkeit von Abweichungen rechnet.

Die Nationalbank versucht, so weit wie möglich ihre Karten offen auf den Tisch zu legen. In Übereinstimmung mit den oben dargestellten Prinzipien setzt und veröffentlicht sie Zielgrössen für das Wachstum der bereinigten Notenbankgeldmenge, eine Variable, die sie leicht steuern kann. Zudem besteht sie auf der Wahl eines einzigen Zwischenziels. Vor allem hat die Nationalbank nie den Versuch unternommen, zusätzlich zum Geldmengenziel ein Ziel für die Zinssätze festzulegen. Das Ziel für die bereinigte Notenbankgeldmenge wird jährlich festgesetzt und während des Jahres nicht verändert. Die Nationalbank ist der Ansicht, die Zielperiode sollte mindestens ein Jahr dauern, weil viertel- oder halbjährlich festgelegte Ziele keine wirksame öffentliche Prüfung ihrer Politik gestatten.

Wie aus Tabelle 1 deutlich hervorgeht, klammerte sich die Nationalbank nicht starr an die angekündigten Zielgrössen. Gerade im Hinblick auf die Probleme, die sich aus allzu grossen Wechselkursschwankungen des Schweizerfrankens ergeben können, hat die Nationalbank darauf hingewiesen, dass sie bei unvorhergesehenen Entwicklungen am Devisenmarkt vom Geldmengenziel abweichen oder es vorübergehend aufgeben würde. Alle grösseren Abweichungen in Grafik 1 ergaben sich aus den Versuchen der Nationalbank, die Wechselkurse zu beeinflussen. Da die Voraussetzungen, bei denen die Nationalbank

bereit ist, vom gewählten Geldmengenziel abzuweichen, der Öffentlichkeit bekannt sind, hat Ihre Glaubwürdigkeit trotz der Abweichungen in den Jahren 1978 bis 1981 keinen Schaden gelitten.

## 7. Zusammenfassung

Im vorliegenden Beitrag versuchte ich aufzuzeigen, in welchem Ausmass die schweizerische Geldpolitik monetaristischen Richtlinien folgt. Zu diesem Zweck überprüfte ich die schweizerische Geldpolitik hinsichtlich fünf monetaristischer Standpunkte. Es ergab sich, dass die Nationalbank insofern eine monetaristische Politik betreibt, als sie die Inflation hauptsächlich als monetäres Problem betrachtet und deshalb überzeugt ist, dass die Inflation nur durch eine straffe Kontrolle der Geldmenge erfolgreich bekämpft werden kann. Zudem haben die schweizerischen Erfahrungen gelehrt, dass Geldmengenziele nützliche geldpolitische Hilfsmittel darstellen und dass es Zielvariablen gibt – in der Schweiz die bereinigte Notenbankgeldmenge – die ziemlich genau kontrolliert werden können. Obwohl die Geldpolitik der Nationalbank von monetaristischen Ideen stark beeinflusst ist, kann sie nicht als dogmatisch monetaristisch bezeichnet werden. Vor allem hält die Nationalbank nicht stur an ihren Geldmengenzielen fest. Falls zu grosse Schwankungen des Wechselkurses der Schweizer Wirtschaft Probleme bereiten, ist sie bereit, von ihrem Ziel abzuweichen oder es gar vorübergehend aufzugeben. Im Gegensatz zu vielen Monetaristen ist die Nationalbank davon überzeugt, dass ein Regelsystem keine brauchbare Alternative zu einer auf Ermessensentscheidungen beruhenden Geldpolitik bildet. Während es unrealistisch wäre, von den Zentralbanken zu erwarten, dass sie ihre Handlungsfreiheit zugunsten starrer Richtlinien aufgeben, ist die Nationalbank der Überzeugung, dass die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik beträchtlich zunimmt, wenn sich die Zentralbanken nach Möglichkeit darum bemühen, der Öffentlichkeit ihre Karten auf den Tisch zu legen.

### Literatur

Baltensperger, E. und Böhm, P. (1983), «Geldmengenpolitik und Inflationskontrolle. Möglichkeiten, Kosten, flankierende

- Massnahmen». Erstellt im Auftrag der Kommission für Konjunkturfragen. Hochschule St. Gallen.
- Batten, D.S. und Stone, C.C. (1983), «Are monetarists an endangered species?» *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Bd. 65, Nr. 5, S. 5–16.
- Blinder, A.S. «An intellectual victory. Keynes returns after the others fail». *The New York Times*, 26. Februar 1984.
- Brunner, K. (1983), «Has monetarism failed?» *Cato Journal*, Nr. 3, S. 23–62.
- Buomberger, P. und Müller, B. (1983) «Geldmenge, Wechselkurs und Inflation». *Geld, Währung und Konjunktur, Quartalsbericht der Schweizerischen Nationalbank*, Nr. 2, S. 40–50.
- Friedman, M. (1983), «Monetarism in rhetoric and practice». *Monetary and Economic Studies*, Bank of Japan, Bd. 1, Nr. 1
- Hoover, K.D. (1984), «Two types of monetarism». *Journal of Economic Literature*, Bd. 22, Nr. 1, S. 58–76.
- Judd, J.P. und Scaddling, J.L. (1982), «The Search for a stable money demand function.» *Journal of Economic Literature*, Bd. 20, Nr. 3, S. 993–1023.
- Kaldor, N. (1982), «*The scourge of monetarism*». Oxford University Press.
- Laidler, D. (1981), «Monetarism: An interpretation and an assessment». *The Economic Journal*, Bd. 91, No. 1, S. 1–28.
- Mayer, T., ed. (1978), «*The structure of monetarism*». New York und London: Norton.
- Purvis, D. (1980), «Monetarism: A review». *Canadian Journal of Economics*, Bd. 13, Nr. 1, S. 96–121.
- Rich G. und Béguelin, J.-P. (1984), «Swiss monetary policy in the 1970s and 1980s». In: K. Brunner, ed. *Lesson of monetary experiences from the 1970s* (Im Erscheinen begriffen).
- Stein, J.L., ed. (1976), *Monetarism*. Amsterdam: North Holland.
- (1982), *Monetarist, Keynesian and new classical economics*. Oxford: Blackwell.
- Tobin, J. (1981), «The monetarist counter-revolution today – an appraisal». *The Economic Journal*, Bd. 91, Nr. 1, S. 29–42.
- (1983), «Monetary policy in an uncertain world». *Monetary and Economic Studies*, Bank of Japan, Bd. 1, Nr. 1, S. 15–27.
- Vital, Ch. (1978), *Geldnachfragegleichungen für die Schweiz*. Diss. Zürich.