

Geldpolitik in einer unsicheren Umwelt

René Kästli *

1. Einleitung

Vor noch nicht allzu langer Zeit glaubte man, Konjunktur- und Beschäftigungsschwankungen endgültig in das wirtschaftspolitische Raritätenkabinett verbannt zu haben. Das Rezept zum Ausgleich der Konjunkturschwankungen war einfach: Die öffentliche Hand sollte durch eine entsprechende Steuer- und Ausgabenpolitik dafür sorgen, Defizite in der privaten Gesamtnachfrage aufzufüllen und Überschüsse abzubauen. Bald aber musste man erkennen, dass es wohl leicht war, in schlechten Zeiten die Steuern zu reduzieren und die Ausgaben zu erhöhen, dass aber Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen bei überhitzter Konjunktur sich fast nirgends durchsetzen liessen. Aus diesem und anderen Gründen stellte man ernüchert fest, dass das berühmte Rezept der fiskalpolitischen Globalbesteuerung viel eher an Grenzen stiess, als man ursprünglich angenommen hatte.

Nicht zuletzt wegen dieser Erkenntnis rückte in den siebziger Jahren die Geldpolitik mehr und mehr in den Vordergrund. Mittlerweile war nämlich klar etabliert, dass die Geldpolitik nicht nur auf monetäre Grössen wie Zinssätze, Wechselkurs oder Inflationsrate wirkt, sondern auch die Realwirtschaft beeinflusst. Deshalb schien sich der Übergang von der fiskalpolitischen zur monetären Steuerung des Konjunkturverlaufs förmlich aufzudrängen.

Traditionellerweise werden der Geldpolitik die Verantwortung für die Stabilität des Preisniveaus und für geordnete Verhältnisse auf den Finanzmärkten zugewiesen. Zusätzlich wurde im Lichte des erwähnten Zusammenhangs zwischen Geldpolitik und Konjunktur gefordert, die Geldpolitik habe den Konjunkturverlauf zu verstetigen. Solche Forderungen kommen einer Erweiterung

des geldpolitischen Auftrags gleich. Die geldpolitischen Behörden hätten in diesem Fall auch aktiv ins Geschehen einzugreifen, um Schwankungen im realen Sektor zu dämpfen. Ich möchte in meinen Ausführungen zeigen, dass mit einer solchen Zielvorgabe, gleichbedeutend einer aktivistischen Geldpolitik, die Möglichkeiten der Geldpolitik überschätzt würden. Dies deshalb, weil eine Reihe von Unsicherheiten über das genaue Funktionieren der relevanten Zusammenhänge besteht. Diese Unsicherheiten reduzieren die Wahrscheinlichkeit einer erfolgreichen antizyklischen Geldpolitik und gefährden überdies die Erfüllung der angestammten Aufgaben. Man kommt sogar zum Schluss, dass vor dem Hintergrund der erwähnten Unsicherheiten auch der traditionelle Auftrag überprüft werden muss. Interpretiert man nämlich diesen Auftrag dahingehend, dass im Rahmen der Aufrechterhaltung geordneter Verhältnisse auf den Finanzmärkten auch überschüssende Wechselkurse und Zinssätze korrigiert werden sollen, kann das Ziel der Inflationsbekämpfung gefährdet werden. Von einer Politik, die darauf gerichtet ist, Schwankungen der Konjunktur, der Zinssätze oder der Wechselkurse aufzufangen, sind überdies volkswirtschaftliche Kosten zu befürchten.

Im folgenden wird das Umfeld, in dem geldpolitische Entscheidungen getroffen werden, dargestellt, und die Konsequenzen, die sich daraus für die Notenbankpolitik ergeben, abgeleitet. Zu diesem Zweck möchte ich vorerst auf die Wirkungsweise der Geldpolitik eingehen. In einem nächsten Punkt sollen die Unsicherheiten bezüglich dieser Wirkungen aufgezeigt werden. Es folgen einige Überlegungen zu den volkswirtschaftlichen Kosten einer aktivistischen Geldpolitik. Sodann werden die konkreten Auswirkungen auf die Geldpolitik dargestellt. Mit einer Überprüfung der schweizerischen Geldpolitik der letzten Jahre möchte ich meine Ausführungen beschliessen.

* Direktor der Zweiganstalt St. Gallen. Gekürzte Fassung eines im November 1984 an der Hochschule St. Gallen gehaltenen Vortrags.

2. Wirkungen der Geldpolitik

Inflation ist vorwiegend ein monetäres Phänomen. Diese Erkenntnis ist – auch wenn sie lange nicht mehr beachtet wurde – eine der ältesten der Ökonomie. Immer wieder hat sich eindrücklich bestätigt, dass eine monetäre Expansion, die über das Realwachstum der Wirtschaft hinausgeht, Geldentwertung zur Folge hat. Auch unsere jüngere geldpolitische Geschichte bestätigt den Zusammenhang zwischen Inflationsrate und Wachstumsrate der Geldmenge klar. So expandierte die Geldmenge M_1 in den Jahren 1970 bis 1972 mit durchschnittlich über 13%, und die Inflationsrate der Jahre 1972 bis 1974 lag im Durchschnitt bei über 8%. In den folgenden drei Jahren – 1973 bis 1975 – wurde das Geldmengewachstum drastisch eingeschränkt, auf etwa über 2% im Durchschnitt, und die Teuerung sank für die Jahre 1975 bis 1977 auf knapp 3½% im Schnitt. Auch die starke Geldexpansion in den Jahren 1978 und 1979 machte sich in einer von 1% auf 6½% gestiegenen Inflation zwischen 1978 und 1981 bemerkbar.

Anhand der erwähnten Episoden lassen sich auch die Wirkungen der Geldpolitik auf den realen Sektor zeigen. Eine Erhöhung der Wachstumsrate der Geldmenge vermag die Realwirtschaft zu stimulieren, während monetäre Bremsmanöver den Gang der Wirtschaft verlangsamen. So verzeichnete unser Land als Folge des strikten antiinflationären Kurses nach 1972 im Jahre 1975 den stärksten Wachstumseinbruch aller OECD-Länder, und nach den beiden Jahren 1978 und 1979 mit starker geldpolitischer Expansion wuchs unsere Wirtschaft im Jahre 1978 – entgegen dem Konjunkturverlauf in den übrigen Ländern – mit deutlich über 4%. Es zeigte sich aber auch, dass die von der Geldpolitik ausgehenden realwirtschaftlichen Effekte nur vorübergehender Natur sind, wurde doch im Anschluss an die Phasen von Hochkonjunktur oder Rezession immer wieder eine Rückkehr zu normaler wirtschaftlicher Aktivität beobachtet.

Die Zentralbanken können mit einem Federstrich praktisch unbegrenzt Geld ihres eigenen Landes schaffen. Dies macht sie zu bedeutenden Marktteilnehmern auf den Finanzmärkten und ermöglicht ihnen, die Wechselkurse und Zinssätze er-

heblich zu beeinflussen. In der Vergangenheit hat sich denn auch immer wieder gezeigt, dass Interventionen mit dem Ziel, ein bestimmtes Niveau der Zinssätze oder der Wechselkurse zu erreichen, erfolgreich waren, sofern man bereit war, die Konsequenzen für andere Grössen zu tragen. Denn um einen ökonomischen Grundtatbestand kommen auch die Zentralbanken nicht herum: dass es nämlich nicht möglich ist, gleichzeitig den Preis und die Menge für ein bestimmtes Gut zu fixieren. Wird beispielsweise ein tieferer Wechselkurs der eigenen Währung angestrebt, muss die Geldmengenausdehnung, welche durch den Kauf fremder Währung gegen Schweizerfranken entsteht, in Kauf genommen werden.

3. Grenzen einer aktivistischen Politik

Das Wissen um die aufgezeigten Wirkungen – langfristig auf die Inflationsrate und in der kürzeren Frist auf die realwirtschaftliche Aktivität sowie auf Wechselkurs und Zinssätze – schien die Geldpolitik zum idealen Mittel der Wirtschaftspolitik schlechthin zu machen. Ein derart umfassender Auftrag an die Geldpolitik würde etwa wie folgt aussehen: Zur Gewährleistung der Geldwertstabilität wäre erstens die Geldmenge aufgrund des Trendwachstums der Wirtschaft auszuweiten. Zweitens müssten die geldpolitischen Behörden bei absehbarer schlechter Konjunkturlage die Geldversorgung überdurchschnittlich und bei prognostiziertem hohem Rhythmus der wirtschaftlichen Aktivität unterdurchschnittlich stark wachsen lassen. Schliesslich hätte die Zentralbank bei einem allfälligen Über- oder Unterschneiden der Zinssätze oder Wechselkurse die «richtigen» Sätze wiederherzustellen.

Welches sind nun die Bedingungen, damit ein so umfassender Auftrag an die Geldpolitik erfolgversprechend sein könnte?

Als erstes ist eine genaue Kenntnis der zeitlichen Abfolge verschiedener Wirkungen zu nennen. Eine monetäre Expansion beginnt mit einer reichlicheren Liquiditätsversorgung des Bankensystems. Die Banken erhalten durch diese Veränderung der Notenbankgeldmenge Anreize, ihre Kreditfähigkeit auszuweiten; erst dadurch

wird die in der Volkswirtschaft umlaufende Geldmenge beeinflusst; deren Änderung wiederum schlägt nach einer gewissen Zeit auf die Realwirtschaft durch. Bezüglich des zeitlichen Musters dieser Abläufe herrscht Unklarheit. Trotz vieler Beobachtungen in der Vergangenheit kennt man die zeitliche Abfolge von der Notenbankgeldmenge zur Geldmenge und von der Geldmenge zur Realwirtschaft nicht genau. Es gibt sogar gute theoretische und empirische Gründe, die dafür sprechen, dass sich diese je nach den Umständen verändert. Auch verfügt man nicht (oder zumindest noch nicht) über genügend Informationen, um diese Wirkungen zeitlich richtig zu prognostizieren. Die Wahrscheinlichkeit, mit einer antizyklisch konzipierten Geldpolitik die konjunkturellen Ausschläge zu verstärken, muss wohl fast ebenso hoch wie die Wahrscheinlichkeit eines Erfolgs eingestuft werden.

Neben der ungenügenden Kenntnis über das zeitliche Muster ist als zweiter Punkt der mangelhafte Informationsstand bezüglich der quantitativen Zusammenhänge zwischen der Geldmenge und den realen Grössen zu erwähnen. Würste man beispielsweise, dass eine Erhöhung der Wachstumsrate der Notenbankgeldmenge um einen Prozentpunkt das Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts in acht Monaten um 0,7%, in zwölf Monaten um 1,2% und in achtzehn Monaten noch um 0,4% anhebt, könnte man die Wahl des richtigen konjunkturpolitischen Kurses getrost dem Computer überlassen. Dies ist aber nicht der Fall. In Wirklichkeit sind quantitative Aussagen stets mit einem grossen Prognosefehler behaftet; entsprechend gross ist die Gefahr, das angestrebte Ziel zu verfehlen. Diese Gefahr vergrössert sich noch durch den Umstand, dass die Volkswirtschaft nicht wie eine Maschine funktioniert, die, einmal gut eingestellt, mit einem bestimmten Input immer gleich viele Waren in gleicher Qualität ausspuckt. Dadurch, dass die Leute aus ihrer Erfahrung lernen, passen sie ihr Verhalten an. Damit sind die für die Geldpolitik relevanten Zusammenhänge in zeitlicher und quantitativer Art ständigen Änderungen unterworfen.

Auch bezüglich einer dritten Komponente, die für eine erfolgreiche aktivistische Politik vorhanden sein müsste, herrscht Ungewissheit. Die Noten-

bank, die Zins- und Wechselkursausschläge dämpfen sowie antizyklisch aktiv sein müsste, hätte sich immer ein zuverlässiges Urteil über die künftige Konjunkturlage zu bilden. Betrachtet man die Abweichungen, die bei Konjunkturprognosen innerhalb der ökonomischen Fachwelt jeweils festgestellt werden, wäre eine Notenbank um eine solche Aufgabe wahrlich nicht zu beneiden. Bedenkt man zudem, dass eine solche – richtige – Prognose so rechtzeitig erstellt werden müsste, dass entsprechende geldpolitische Gegenbewegungen ausgelöst werden könnten, muss die erfolgreiche praktische Durchführbarkeit einer antizyklischen Politik als sehr gering eingestuft werden. Die Gefahr, dass eine auf den Ausgleich der konjunkturellen Schwankungen ausgerichtete Politik die Schwingungen letztlich verschärft, ist auch aus dieser Sicht zweifellos vorhanden.

Um auf den Finanzmärkten erfolgreich Schwingungen dämpfen zu können, müssten auch Marktsignale bezüglich der Wechselkurse und Zinssätze richtig interpretiert werden können. Hier ginge es darum, einen bestimmten Wechselkurs oder Zinssatz als über- oder unterbewertet zu beurteilen. Eine Fehlinterpretation der Marktsignale hätte höchst unerwünschte Folgen für die durchschnittliche Geldversorgung. Würde beispielsweise die eigene Währung fälschlicherweise als vorübergehend überbewertet eingestuft, während es sich in Tat und Wahrheit um eine systematische, das heisst dauernde, Änderung handelte, würde die Notenbank fremde Währung kaufen. Im Vertrauen darauf, dass später nach erfolgter Korrektur der vermeintlichen Überbewertung, eine überhöhte Ausdehnung kompensiert werden könnte, würde in einem solchen Fall die Liquidität überdurchschnittlich ausgedehnt. Da jedoch die Grundsituation falsch eingeschätzt wurde, könnte diese Korrektur nicht stattfinden. Dies wiederum würde zu einer höheren als ursprünglich geplanten Inflation führen. Im gegenteiligen Fall wäre mit einer monetären Unterversorgung zu rechnen, wobei in beiden Fällen auch realwirtschaftliche Effekte von der geldpolitischen Veränderung zu gewärtigen wären. Dass Urteile über Unter- oder Überbewertungen einer Währung mit ausserordentlicher Vorsicht gefällt werden müssen, zeigt sicherlich auch der Kursverlauf des Dollars in letzter Zeit.

Wieweit die veränderten Rahmenbedingungen in den USA eine «berechtigte» Wechselkursanpassung auslösten, wird man wohl erst im Rückblick sagen können, wenn die aktuellen Wechselkursbewegungen mit dem – heute noch nicht bekannten – Trend verglichen werden können. Auch bezüglich der Politik, die Schwingungen auf den Finanzmärkten dämpfen soll, muss demnach festgestellt werden, dass Fehlinterpretationen der Marktsignale mit hoher Wahrscheinlichkeit das langfristige Ziel der Geldpolitik gefährden und unerwünschte realwirtschaftliche Wirkungen hervorrufen würden.

4. Volkswirtschaftliche Kosten einer aktivistischen Geldpolitik

Nach der Rezession der Jahre 1975 und 1976 wurde den entstandenen sozialen Härten mit einem Ausbau verschiedener Institutionen begegnet. Institutionen wie die Arbeitslosenversicherung haben aber auch ihre Kehrseite, indem sie es den Arbeitnehmern erleichtern, Arbeitslosigkeit freiwillig zu wählen; dies wiederum hebt die permanente Arbeitslosigkeit in einer Volkswirtschaft an. Verstärkt nun eine auf falsch interpretierten Marktsignalen aufbauende aktivistische Geldpolitik einen konjunkturellen Einbruch, entsteht die Gefahr, diese permanente Arbeitslosigkeit in unserer Volkswirtschaft zu erhöhen. Dies aber hätte volkswirtschaftliche Kosten in Form von Rückwirkungen auf die dauernde Arbeitslosenquote.

Mehrere Ziele für eine wirtschaftspolitische Behörde erhöhen die Gefahr von Zielkonflikten. Selbst bei korrekter Interpretation der vorliegenden Information könnte sich beispielsweise die Situation ergeben, dass aufgrund der Entwicklung auf dem Devisenmarkt eine Beschleunigung, aufgrund der konjunkturellen Lage aber eine Verlangsamung der Geldmengenexpansion angezeigt wäre. Solche Zielkonflikte verursachen volkswirtschaftliche Kosten in Form erhöhter Unsicherheit, indem die Marktteilnehmer nicht mehr wissen, auf welche Entwicklungen sie sich einstellen müssen. Zudem würden die wirtschaftspolitischen – in unserem Fall die geldpolitischen – Behörden in vielen Umständen aus ihrer Verantwortung entlassen, indem sich bei

einer Vielzahl von Zielen fast jede Massnahme mit irgend einer Zielvorgabe rechtfertigen liesse.

Einer der Gründe, der die Idee einer aktivistischen Geldpolitik attraktiv macht, liegt in der Reduktion der Schwankungen von Wechselkursen und Zinssätzen. Dies aber heisst, das beispielsweise bei einer Fixierung der Wechselkurse die Liquidität des Bankensystems aller Voraussicht nach ausserordentlich stark schwanken würde. Dies hätte jedoch zur Folge, dass es für die Banken äusserst schwierig würde, ihre Reserven zu prognostizieren, wodurch im Durchschnitt mehr Reserven gehalten werden müssten. Eine Wechselkursstabilisierung würde deshalb kaum die Verbesserung der Rahmenbedingungen bringen, die sich die Verfechter dieser Idee davon versprechen. So hätten es beispielsweise die Exporteure wohl leichter, die mit dem Wechselkurs in Zusammenhang stehenden Entscheide zu fällen; viel unsicherer würde hingegen die Verfügbarkeit von Krediten und deren Kosten. Eine Reduktion der Unsicherheit bezüglich einer Grösse würde deshalb die Unsicherheit hinsichtlich anderer Grössen erhöhen.

Seit der Einführung der flexiblen Wechselkurse hat sich immer wieder gezeigt, dass entgegen den ursprünglichen Erwartungen die Wechselkurse dazu tendieren, den Trend nach oben und nach unten zu überschreiten. Dies hängt damit zusammen, dass die Marktteilnehmer ihre Erwartungen und damit ihre Dispositionen häufig und stark ändern. Die Geldpolitik spielt im Prozess der Erwartungsbildung eine zentrale Rolle. Dabei ist es vor allem der langfristige Kurs, der die langfristigen Inflationserwartungen bestimmt. Eine aktivistische Geldpolitik ist auch in dieser Beziehung problematisch, erschwert sie doch diesen Prozess der Erwartungsbildung. Eine solche Politik hätte ja je nach Konjunkturaussichten und Devisenmarktlage die Geldversorgung der Wirtschaft gegenüber dem Trend zu erhöhen oder zu vermindern. Durch solche Abweichungen vom Trend wird die langfristige Ausrichtung der Geldpolitik verwischt und damit die Interpretation der Politik erschwert. Dadurch werden die Inflationserwartungen volatil und damit die Gefahr des Über- und Unterschliessens der Wechselkurse grösser. Ein solches Über- oder Unterschliessen kann jedoch wiederum dazu führen,

dass Ressourcen falsch eingesetzt würden. Dies wiederum bedeutete volkswirtschaftliche Kosten in der Höhe dieses Fehleinsatzes.

5. Schlussfolgerungen für die Geldpolitik

Zieht man aus dem bisher Gesagten Bilanz, ergibt sich ein eher ernüchterndes Urteil über die Möglichkeiten einer aktivistischen Geldpolitik. Die Schlussfolgerungen, die sich daraus für die Geldpolitik ergeben, werden im folgenden aufgeführt.

Die Geldpolitik sollte erstens nicht mehrere Ziele gleichzeitig verfolgen. Diese Erkenntnis ergibt sich aus dem Umstand, dass auch die Zentralbanken nicht Preise und Mengen zur gleichen Zeit fixieren können sowie aus der unsicheren und variablen Beziehung zwischen den verschiedenen in Frage kommenden Zielen.

Die zweite Schlussfolgerung betrifft die Frage, welche Zielsetzung sich anbietet. Da über die langfristigen Wirkungen der Geldpolitik sehr viel klarere Vorstellungen herrschen als über die kurzfristigen Folgen, bildet ein auf lange Frist angestrebtes Ziel im Normalfall sicherlich die beste Alternative. Da die Geldpolitik den realen Sektor in der Wirtschaft nur vorübergehend beeinflusst, kommt als solches langfristiges Ziel nur eine mit dem Preisniveau zusammenhängende Grösse in Frage. Diese Schlussfolgerung bedeutet eine klare Absage an eine aktivistische Politik.

Eine Geldpolitik, die realwirtschaftliche Effekte in Abrede stellen würde, wäre eine schlechte Geldpolitik. Die Rücksichtnahme auf realwirtschaftliche Effekte ist in zweierlei Beziehung von Bedeutung. So sollten – und dies ist die dritte Schlussfolgerung – drastische Brems- und Beschleunigungsmanöver möglichst vermieden werden. Mit solchen drastischen Kursänderungen würde nämlich die Wirtschaft ständigen Wechselbädern ausgesetzt und die Marktteilnehmer verunsichert. Dies wiederum erschwert die Erwartungsbildung und erhöht damit die Wahrscheinlichkeit starker Wechselkurs- und Zinssatzschwankungen.

Unter Umständen kann die Aufrechterhaltung des langfristigen geldpolitischen Ziels wohl volkswirtschaftliche Erträge in Form einer tiefen Inflationsrate, aber auch sehr hohe volkswirtschaftliche Kosten, zum Beispiel in Form vorübergehend erhöhter Arbeitslosigkeit, verursachen. Als vierte Schlussfolgerung ergibt sich deshalb, dass sich die Geldpolitik vorbehalten muss, in solchen Fällen von ihrem langfristigen Ziel abzuweichen; dabei wäre dann gemäss der ersten Schlussfolgerung die Zielsetzung vorübergehend zu ändern.

Die fünfte Schlussfolgerung berücksichtigt die Unsicherheit, der auch die Zentralbanken bei der Interpretation der Marktsignale gegenüberstehen. Eine Abweichung vom Trend muss klar als solche erkannt werden, damit das langfristig gültige Ziel aufgegeben werden kann. Im Wissen darum, dass es ausserordentlich schwierig ist, ein Über- oder Unterschneiden der Wechselkurse oder Zinssätze zu erkennen, sollte nur auf deutliche Ausreisser reagiert werden. In Übereinstimmung mit der vierten Schlussfolgerung wäre eine solch deutliche Abweichung vom Trend jedoch nicht hinreichend, um einen Kurswechsel der Geldpolitik zu rechtfertigen. Ein solcher Kurswechsel sollte vielmehr erst dann stattfinden, wenn starke reale Effekte und damit hohe volkswirtschaftliche Kosten auftreten.

Allfällige Kurswechsel könnten, so wurde gesagt, nur nach klaren und unmissverständlichen Signalen sowie bei einer kritischen Lage unserer Volkswirtschaft gerechtfertigt werden. Wenn aber ein solcher Kurswechsel durchgeführt würde, müsste er – auch dies wird klar aus dem Gesagten und bildet eine sechste Schlussfolgerung – eindeutig erkenntlich sein. Dies hängt damit zusammen, dass auch der Markt die von den Zentralbanken ausgehenden Signale interpretiert und darauf reagiert. Je klarer nun die von der Notenbank stammenden Signale sind, um so einfacher – Glaubwürdigkeit der Politik vorausgesetzt – die Durchsetzung einer veränderten Zielsetzung. Wenn eine Zentralbank ihren Kurs verändert, wird sie sich deshalb nicht mit kosmetischen Eingriffen begnügen können, sondern den Kurswechsel mit entsprechenden Handlungen unter Beweis stellen müssen. Dabei wird man selbst in Kauf nehmen müssen, dass der Markt nicht mehr an das langfristige Ziel glaubt.

Der Erfolg der Geldpolitik hängt entscheidend von den Erwartungen der Marktteilnehmer bezüglich dieser Politik ab. Die Marktteilnehmer müssen deshalb nicht nur wissen, wann ein Kurswechsel stattfindet, sie müssen auch beurteilen können, wann die bisherige Linie beibehalten wird. Die Zentralbanken sind deshalb gemäss einer siebten Schlussfolgerung gut beraten, wenn sie dafür sorgen, dass die von ihnen ausgehenden Signale vom Markt eindeutig interpretiert werden können. Demnach wäre es nicht nur wichtig, einen Kurswechsel zu signalisieren, es müsste auch die Beibehaltung des Kurses klar erkannt werden können.

6. Die schweizerische Geldpolitik der letzten Jahre

Seit zwölf Jahren ist die Schweizerische Nationalbank in der Lage, eine eigenständige Geldpolitik zu betreiben; vorher hatte sie die vereinbarten Wechselkurse zu verteidigen und die resultierende Geldmenge zu akzeptieren. Vor dem Hintergrund der eben abgeleiteten Grundsätze möchte ich die Geldpolitik in dieser Periode etwas näher ansehen.

Seit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen hat sich die Nationalbank klar auf ein Ziel, die Preisniveaustabilität, festgelegt. Dieses Ziel wurde mit der Formulierung von Geldmengenzielen zu erreichen versucht. Preisniveaustabilität erfordert, dass die Geldmenge ungefähr gleich stark wachsen sollte wie die Wirtschaft expandiert. Seit 1975 wurden mit Ausnahme des Jahres 1979 Geldmengenziele zwischen 3% und 6% festgelegt. Die erste und zweite der vorhin abgeleiteten Schlussfolgerungen lauteten, dass ein Ziel der Geldpolitik, und zwar ein langfristiges, formuliert werden sollte. Diese Forderungen hat die schweizerische Geldpolitik erfüllt. Angesichts der angeführten Unsicherheiten über die zeitlichen und quantitativen Zusammenhänge muss man sich allenfalls fragen, ob die Festlegung von jährlichen Geldmengenzielen nicht zu Gunsten eines anzustrebenden Trendwachstums aufgegeben werden sollte.

Dass die Nationalbank realwirtschaftliche Effekte ihrer Politik berücksichtigt, stellte sie verschie-

dentlich unter Beweis. Dies wurde beispielsweise bei der Festlegung der jeweiligen Geldmengenziele klar. Im Bestreben, die Wirtschaft vor allzu drastischen Geldschocks zu bewahren, wurden die anvisierten Expansionsraten nie stärker als um einen Prozentpunkt von Jahr zu Jahr verändert. Zudem wurde immer auch die aktuelle konjunkturelle Situation berücksichtigt. Betrachtet man allerdings die dann effektiv erreichten Werte, stellt man einige markante Zacken in der Geldmengenentwicklung fest. Vor allem die Politik der Jahre 1972 bis 1974, in denen das Wachstum der Geldmenge von 18% pro Jahr auf null Prozent gedrückt wurde, war sehr brüsk. Das drastische Bremsmanöver, das mitverantwortlich dafür war, dass unser Land in der Folge den stärksten Wachstumseinbruch aller OECD-Staaten erlitt, würde man wohl heute – unter veränderten Bedingungen – nicht mehr wiederholen.

Zu Abweichungen von einer Politik der Preisniveaustabilisierung musste man sich im Jahre 1978 entschliessen. Damals hatte sich der Schweizerfranken gegenüber der D-Mark innerhalb von neun Monaten um 25% aufgewertet, gegenüber dem Dollar sogar um 35%. Da ein Andauern dieses enormen Verlusts an Konkurrenzfähigkeit massive Beschäftigungsfolgen für unsere Wirtschaft gehabt hätte, wurde vorübergehend ein Wechselkursziel für die Geldpolitik festgelegt. Für diesen Zielwechsel waren demnach reale Effekte, die bei einer Fortsetzung des vorhergehenden Kurses eingetreten wären, verantwortlich. In der Dosierung der Korrektur, so stellte man hinterher fest, war man allerdings etwas zu grosszügig verfahren. Die von der Nationalbank eingeleitete Wende wurde nämlich ohne weiteres Zutun vom Markt fortgesetzt, und die massive Geldvermehrung hatte eine wesentlich höhere Inflationsrate zur Folge, als man ursprünglich angenommen hatte. 1974 waren es also die realen Effekte, vier Jahre später die Preisniveaueffekte, die man unterschätzt hatte.

Im Anschluss an den geldpolitischen Kurswechsel im Herbst 1978 wurde das von der Notenbank anvisierte Geldmengenziel geändert. Während man früher die für das Wirtschaftsgeschehen relevante Geldmenge M_1 in den Mittelpunkt stell-

te, wird heute die sehr viel besser steuer- und prognostizierbare Notenbankgeldmenge als Richtschnur gewählt. Diese Änderung erlaubt auch eine bessere Interpretation der Notenbankpolitik durch die Marktteilnehmer. Früher wusste man nämlich nicht genau, wieweit Abweichungen vom Ziel durch eine Politikänderung und wieweit durch nicht beeinflussbare Faktoren bedingt waren; heute können solche Abweichungen recht eindeutig mit dem Verhalten der Nationalbank in Verbindung gebracht werden. Der Wechsel in der Technik brachte deshalb eine Vereinfachung in der Interpretierbarkeit der Geldpolitik.

Die Episode mit dem vorübergehenden Wechsel von einem Geldmengen- zu einem Wechselkursziel im Herbst 1978 verdeutlicht weitere Eigenschaften der schweizerischen Geldpolitik. Es zeigte sich, dass die Nationalbank nur bereit ist, auf sehr klare Marktsignale zu reagieren. Es wurde damit auch unter Beweis gestellt, dass man eine Politik, die geringe Abweichungen auf den Finanzmärkten korrigieren soll, als nicht opportun ansieht. Solche Änderungen wurden aber, vor allem in den letzten Jahren, bekanntgegeben. Diese Politik deckt sich demnach mit den vorhin gezogenen Schlussfolgerungen, dass Änderungen der Geldpolitik nur aufgrund sehr klarer Marktsignale vorgenommen werden sollten, dass dann aber die geldpolitischen Behörden ihrerseits solche Änderungen gegenüber den Marktteilnehmern klar signalisieren sollten.

Bereits im Jahr 1980 wurde wiederum die längerfristige Ausrichtung der Geldpolitik betont. Nicht zuletzt unter dem Eindruck eines schwachen Frankens und steigender Inflationsraten wurde die Notenbankgeldmenge vermindert. Bezüglich dieser Episode muss man sich fragen, ob nicht angesichts der realen Effekte wiederum ein etwas zu drastisches Bremsmanöver durchgeführt wurde.

In letzter Zeit hat der amerikanische Dollar eine markante Höherbewertung erfahren. Es sind sogar deutliche Anzeichen für ein Überschiessen zu verzeichnen, seien dies nun die nach verschiedensten Methoden errechneten realen Wechselkursindizes oder die ständig neue Rekorde erzielenden Ertragsbilanzdefizite der Ver-

einigten Staaten. Trotzdem hat die Nationalbank bisher kaum auf diese Situation reagiert. Der Grund ist darin zu sehen, dass unser Land durch die Dollarstärke nicht in eine kritische Lage gebracht wurde; auch die Preisniveaueffekte, die normalerweise mit einem starken Dollar verbunden sind, haben sich bis jetzt wegen der fallenden Rohstoffpreise nur schwach bemerkbar gemacht. Die mit einem Eingreifen verbundene Verschärfung des geldpolitischen Kurses könnte jedoch bei der labilen konjunkturellen Situation, in der wir uns befinden, durchaus zu einer kritischen Lage führen. Hier hat man getreu dem Grundsatz gehandelt, dass ohne sehr guten Grund keine geldpolitische Kursänderung vorgenommen werden sollte.

Die Schweizerische Nationalbank hat sich in den letzten Jahren ein grosses Vertrauenspotential aufgebaut. Dadurch, dass man gesagt hat, was man tut und getan hat, was man sagt, wurde den Marktteilnehmern Sicherheit über den eingeschlagenen Kurs vermittelt. Durch diese Sicherheit werden Einzelbeobachtungen zur Interpretation der Geldpolitik verhältnismässig unwichtig. Dies erklärt auch, warum beispielsweise die Märkte im allgemeinen sehr gelassen reagieren, wenn die Geldmenge in der Schweiz sich unerwartet verändert hat. In den USA hingegen, wo diese Sicherheit bezüglich der Geldpolitik nicht besteht, stellt man in solchen Fällen oft geradezu hysterische Reaktionen fest. Dieser Unterschied beruht sicherlich wesentlich darauf, dass in der Schweiz – entsprechend den beiden letzten erwähnten Schlussfolgerungen – nicht nur über Änderungen, sondern auch über die Konstanz der Politik klar informiert wurde.

Es zeigt sich an diesen wenigen Episoden, dass die schweizerische Geldpolitik mit den von ihr verfolgten Grundsätzen sehr viel einfacher und weniger ambitiös als diejenige vieler anderer Zentralbanken ist. Vielleicht sind es gerade diese Eigenschaften, die – trotz einiger Einschränkungen – den vergleichswisen Erfolg dieser Politik in den letzten Jahren wesentlich mitbestimmt haben.