

Geldmengenziele und schweizerische Geldpolitik: eine Standortbestimmung

Georg Rich*

Die Nationalbank führt seit dem Uebergang zu flexiblen Wechselkursen im Januar 1973 eine Politik, die hauptsächlich auf der Steuerung der Geldmenge beruht. Sie entschied sich mit der Wahl der Geldmenge als Zielgrösse und geldpolitischen Indikator für ein Konzept, das von prominenten monetaristischen Oekonomen wie Milton Friedman und Karl Brunner seit Jahren propagiert worden war. Der Wiederanstieg der Inflation und die Schwäche des Schweizer Frankens haben jedoch da und dort Zweifel am gegenwärtigen geldpolitischen Konzept der Nationalbank aufgenommen lassen. Der massive Rückgang der Giroguthaben der Banken, der durch die Revision der bankengesetzlichen Liquiditätsvorschriften und die Einführung des elektronischen Interbank-Zahlungssystems SIC ausgelöst wurde, hat die Festlegung des geldpolitischen Kurses in den vergangenen zwei Jahren zusätzlich erschwert. Als Folge dieser Probleme drängt sich eine Standortbestimmung auf.

Das Ziel dieses Aufsatzes besteht darin, das gegenwärtige geldpolitische Konzept der Nationalbank unter die Lupe zu nehmen. Dabei sollen die folgenden Aspekte der schweizerischen Geldpolitik behandelt werden: (1) Die Ziele der Geldpolitik, (2) die Rolle der Notenbankgeldmenge als geldpolitischer Indikator und Zielgrösse, (3) die Stabilität der Geldnachfrage, (4) die Qualität anderer geldpolitischer Indikatoren und (5) die Notwendigkeit geldpolitischer Regeln.

1. Die Ziele der schweizerischen Geldpolitik

Die Nationalbank bemüht sich hauptsächlich darum, ein stabiles Preisniveau zu erreichen und aufrecht zu erhalten. Die Auffassung, wonach sich die Nationalbank auf das Ziel eines stabilen Preisniveaus konzentrieren sollte, ist in der

Schweiz kaum umstritten. Die Inflation hat erfahrungsgemäss vor allem monetäre Ursachen. Daher liegt der Schlüssel für eine wirksame Inflationsbekämpfung und -verhütung bei der Nationalbank.

Die Aufgabe der Nationalbank, das Preisniveau stabil zu halten, ist indessen schwieriger zu erfüllen, als es auf den ersten Blick erscheint. Bei richtiger Dosierung der Geldpolitik ist die Nationalbank ohne Zweifel imstande, die Preisentwicklung tendenziell zu stabilisieren, d.h. die Teuerung im Durchschnitt mehrerer Jahre bei null Prozent oder leicht darüber zu halten. Grössere Schwierigkeiten bereitet ihr jedoch die Glättung kurzfristiger Schwankungen des Preisniveaus. Die schweizerische Geldpolitik beeinflusst das Preisniveau nämlich mit einer zeitlichen Verzögerung von zwei bis drei Jahren. Sofern sich die Nationalbank darauf beschränkt, das Preisniveau tendenziell zu stabilisieren, wirft diese Wirkungsverzögerung keine schwerwiegenden Probleme auf. Die Nationalbank hat gute Aussichten, ihr Ziel zu erreichen, wenn sie eine mittelfristig ausgerichtete, stetige Geldpolitik führt. Eine erfolgreiche Glättungspolitik setzt hingegen voraus, dass die Nationalbank die Faktoren prognostizieren kann, die für die kurzfristigen Schwankungen des Preisniveaus verantwortlich sind. Diese Schwankungen lassen sich nicht nur auf die Geldpolitik, sondern auch auf Einflüsse zurückführen, die ausserhalb des Machtbereichs einer Notenbank liegen.

So ist der gegenwärtige Teuerungsanstieg in der Schweiz sowohl eine Folge der Geldpolitik der Nationalbank als auch anderer Faktoren. Von Anfang 1987 bis zum Herbst 1988 verfolgte die Nationalbank einen eher expansiven Kurs. Im Jahre 1987 sah sie sich veranlasst, einer tendenziellen Aufwertung des Schweizer Frankens entgegenzuwirken, der die Konkurrenzfähigkeit der schweizerischen Industrie zu beeinträchtigen drohte. Sie überschritt daher das damalige

* Bereich Volkswirtschaft der Schweizerischen Nationalbank

Tabelle 1: Geldmengenwachstum: Ziele und tatsächliche Werte (%)

	Zielvariable ¹	Ziel	Tatsächlich ²	Korrigiert um Nachfrageschiebungen ³
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	–	–	–	
1980	M ₀	4	– 0,6 ⁴	
1981	M ₀	4	– 0,5	
1982	M ₀	3	2,6	
1983	M ₀	3	3,6	
1984	M ₀	3	2,6	
1985	M ₀	3	2,2	
1986	M ₀	2	2,0	
1987	M ₀	2	2,9	
1988	M ₀	3	– 3,9	4
1989	M ₀	2	– 2,0 ³	0

¹ M₀: bereinigte Notenbankgeldmenge. Bis 1988 korrigiert um ultimobedingte Veränderungen der Refinanzierungskredite der Nationalbank an die Geschäftsbanken. Ab 1989 saisonbereinigt.

² Durchschnitt von zwölf monatlichen Veränderungsraten. Bis 1988 prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahresmonat. Ab 1989 prozentuale Veränderung gegenüber dem Durchschnittswert des vierten Quartals des Vorjahres, auf ein Jahr hochgerechnet.

³ Schätzung. Tatsächliche Werte korrigiert um die durch die Revision der Liquiditätsvorschriften und die Einführung von SIC bedingte Verringerung der Giro Guthaben.

⁴ Durchschnitt der monatlichen Zuwachsraten gegenüber November 1979, auf ein Jahr hochgerechnet.

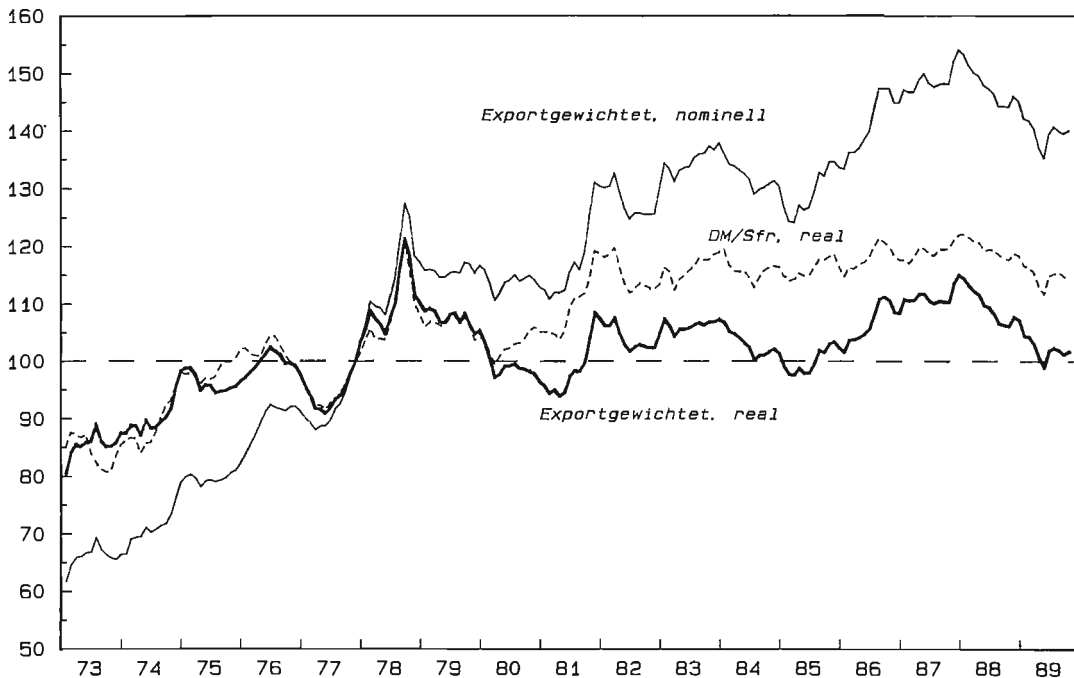
Wachstumsziel für die bereinigte Notenbankgeldmenge von 2% leicht (Tabelle 1). Neben dem Wechselkurs war jedoch auch der Börsenkrach vom Oktober 1987 für die Zielüberschreitung verantwortlich. Die Nationalbank lockerte – gleich wie andere Notenbanken – in der Folge ihre Geldpolitik weiter, weil sie befürchtete, die Turbulenzen an der Börse würden eine deutliche Konjunkturabschwächung auslösen. Aus diesem Grunde erhöhte sie das Geldmengenziel Ende 1987 auf 3%. Auch die Schwierigkeiten, die aus der Anpassung der Giro Guthaben an die neuen Liquiditätsvorschriften und SIC erwachsen, führten dazu, dass die Geldpolitik in der ersten Hälfte 1988 expansiv blieb (vgl. Ziffer 2).

Im Sommer 1988 setzte sich die Ueberzeugung durch, dass die von den meisten Prognostikern vorausgesagte Rezession nicht eintreten würde. In Westeuropa begann sich das Wirtschafts-

wachstum vielmehr zu beschleunigen. Daher zog die Nationalbank die geldpolitische Bremse wieder an. Ende 1988 senkte sie das Geldmengenziel auf 2% (Tabelle 1), nachdem sie schon seit dem Herbst einen deutlich restriktiveren Kurs verfolgt hatte. Dennoch musste die Nationalbank einen Wiederanstieg der Inflation hinnehmen. Der eher expansive Kurs, den die Nationalbank in den Jahren 1987 und 1988 steuerte, dürfte die am Konsumentenpreisindex gemessene Teuerung tendenziell auf ein Niveau von vielleicht 3% erhöht haben.

Inzwischen ist die Teuerung jedoch auf über 4% gestiegen. Drei Faktoren trugen dazu bei, die geldpolitisch bedingten Teuerungsimpulse zu verstärken. Erstens stieg der Erdölpreis, der in der Schweiz rasch auf den Konsumentenpreisindex durchschlägt. Zweitens übertraf der Konjunkturaufschwung in Westeuropa praktisch alle Prognosen, die im Jahre 1988 aufgestellt worden waren. Daher zogen auch die schweizerischen Exporte stärker als erwartet an. Drittens sank der Aussenwert des Schweizer Frankens im Frühjahr 1989. Als Folge der lockeren Geldpolitik der Jahre 1987 und 1988 rechnete die Nationalbank zwar mit einer Abschwächung des Schweizer Frankens, doch war sie vom Ausmass der Tieferbewertung überrascht. Die Hauptursache für die Schwächeneigung des Frankens liegt wahrscheinlich nicht in der schweizerischen Geldpolitik, sondern in einer ungerechtfertigt pessimistischen Einschätzung der Zukunftsaussichten des Finanzplatzes Schweiz und einer ebenso übertriebenen Euphorie über die Schaffung des europäischen Binnenmarktes. Der Exportboom und die Frankenschwäche drohten, die schon bestehende Ueberhitzung der schweizerischen Konjunktur weiter zu verschärfen.

Aus diesen Gründen beschloss die Nationalbank schon Anfang 1989, ihren geldpolitischen Kurs weiter zu verschärfen und das Geldmengenziel von 2% zu unterschreiten (Tabelle 1)¹. Sie war zwar überzeugt, dass ein Geldmengenwachstum von jährlich 2% ausreichen werde, um das Preisniveau tendenziell zu stabilisieren. Sie befürchtete jedoch, Erdölpreis, Exportwachstum und Frankenschwäche würden den Teuerungsanstieg in der Schweiz vorübergehend verstärken. Daher verschärfte sie ihre Gangart, um diesen

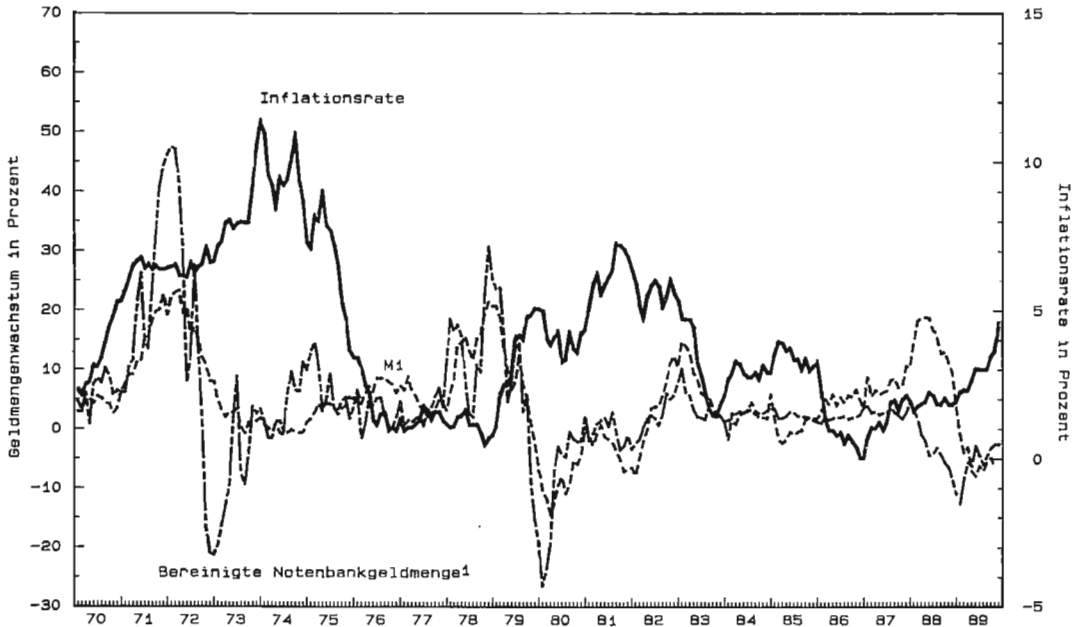
Grafik 1: Wechselkurse des Schweizer Francs (Index, November 1977 = 100)

zusätzlichen Teuerungsimpulsen entgegenzuwirken.

Neben einem stabilen Preisniveau verfolgt die Nationalbank auch die Entwicklung anderer volkswirtschaftlicher Grössen. Diese haben für sie jedoch nicht die gleiche Bedeutung wie ein stabiles Preisniveau, beeinflussen aber dennoch von Zeit zu Zeit ihre Politik. Die Nationalbank nimmt bei der Festlegung des geldpolitischen Kurses insbesondere auf die inländische Produktion und Beschäftigung Rücksicht. Sie bemüht sich, das Ziel eines stabilen Preisniveaus graduell zu erreichen, um die vorübergehenden Produktions- und Beschäftigungsverluste, die normalerweise mit der Teuerungsbekämpfung verbunden sind, möglichst gering zu halten. Ferner sah sie sich in vereinzelt Fällen genötigt, eine übertriebene Aufwertung des Schweizer Francs am Devisenmarkt, welche die internationale Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Industrie ernsthaft gefährdete, zu mässigen oder zu verhindern. So ging sie im Herbst 1978 vorübergehend von ihrer Geldmengenpolitik ab und legte ein Ziel für

den Franken/D-Mark-Kurs fest. Sie reagierte damit auf eine alarmierende nominale und reale Aufwertung des Francs gegenüber allen wichtigen Währungen (Grafik 1). Obwohl sie schon im Frühjahr 1979 wieder zu einer geldmengenorientierten Politik zurückkehrte, führte die mit der Stabilisierung des Wechselkurses verbundene, explosive temporäre Zunahme der Notenbankgeldmenge und der Geldmenge M1 zu einem markanten Teuerungsanstieg (Tabelle 1, Grafik 2). Wie wir schon oben ausführten, sah sich die Nationalbank im Jahre 1987 ein zweites Mal veranlasst, einer allgemein als übertrieben empfundenen Frankenstärke entgegenzuwirken.

¹ Die bereinigte Notenbankgeldmenge dürfte im Jahre 1989 um rund 2% zurückgehen (Tabelle 1). Ungefähr die Hälfte dieser Zielunterschreitung ist auf die Verschärfung der Geldpolitik zurückzuführen. Die andere Hälfte spiegelt eine Anpassung des Geldangebots an eine Verringerung der Nachfrage, die durch die Revision der bankengesetzlichen Liquiditätsvorschriften und die Einführung des elektronischen Interbank-Zahlungssystems SIC verursacht wurde (siehe Ziffer 2).

Grafik 2: Geldmengenentwicklung und Inflation (Veränderungsraten gegenüber Vorjahresmonat)

¹ ab Januar 1989 saisonbereinigte monatliche Zuwachsrate gegenüber Vorjahreswert

Obwohl die Nationalbank auf die Konjunkturlage Rücksicht nimmt, versucht sie nicht, die konjunkturellen Schwankungen der Produktion und Beschäftigung systematisch zu glätten. Wie das Preisniveau reagieren auch Produktion und Beschäftigung mit beträchtlicher zeitlicher Verzögerung auf eine Änderung der Geldpolitik. Ferner sind die Wirkungen der Geldpolitik auf diese beiden Größen schwer prognostizierbar.² Aus diesen Gründen eignet sich die Geldpolitik nicht zur Feinsteuerung der Konjunktur. Setzte die Nationalbank die Geldpolitik als Instrument der Beschäftigungspolitik ein, liefe sie vielmehr Gefahr, das Ziel eines stabilen Preisniveaus mittelfristig zu verfehlen. Aus diesen Überlegungen folgt einmal mehr, dass die Nationalbank eine vorausschauende, mittelfristig ausgerichtete Politik führen sollte.³

Eine weitere geldpolitische Aufgabe ergibt sich aus der Funktion der Nationalbank als "Lender of last resort" der Geschäftsbanken. Die Nationalbank hat die Aufgabe, das Bankensystem im Falle von Liquiditätskrisen mit genügend No-

tenbankgeld zu versorgen. Sie muss allerdings ihre Funktion als "Lender of last resort" restriktiv interpretieren. So ist die Nationalbank der Meinung, die Banken müssten Liquiditätsprobleme, die unter normalen Umständen dem Zahlungs-

² In der wissenschaftlichen Literatur bestehen beträchtliche Meinungsunterschiede in bezug auf die Wirkungen der schweizerischen Geldpolitik auf Produktion und Beschäftigung. Koellreuter/Kugler (1985, S. 77) und Swoboda/Genberg (1985) stellen eine – allerdings schwache – vorübergehende Wirkung der Geldpolitik auf Produktion und Beschäftigung fest, während Wasserfallen (1985) die Existenz einer solchen Beziehung bestreitet. Die Nationalbank geht davon aus, dass Produktion und Beschäftigung vorübergehend auf eine Änderung der Geldpolitik reagieren. In den vergangenen zwei Dekaden folgte auf eine Erhöhung (Verringerung) des Wachstums der Notenbankgeldmenge zu meist eine vorübergehende Erhöhung (Verringerung) des Wachstums der Produktion und Beschäftigung.

³ Kydland/Prescott (1977), Barro/Gordon (1983) und andere Autoren weisen überzeugend nach, dass Geldpolitiker, welche die soziale Wohlfahrt Periode für Periode maximieren, auf die Länge dazu neigen, suboptimale Resultate zu erzielen. Im wissenschaftlichen Jargon wird eine solche Politik mit dem Adjektiv "zeitinkonsistent" ("time inconsistent") bezeichnet.

verkehr und anderen Geschäften entspringen, selbst bewältigen. Sie bietet deshalb Liquiditätshilfe nur in ausserordentlichen Situationen an. Die Notwendigkeit, Liquiditätshilfe zu gewähren, ergab sich zum Beispiel nach dem Börsenkrach von 1987. Die inländischen Banken waren damals bestrebt, ihre Kassenhaltung aus Vorsichtsgründen vorübergehend aufzustocken. Die Nationalbank reagierte darauf mit einer entsprechenden Ausweitung des Geldangebots, um eine eigentliche Liquiditätskrise im schweizerischen Bankensystem zu vermeiden. Im Jahre 1987 befriedigte sie allerdings nicht nur den zusätzlichen Liquiditätsbedarf der Banken, sondern mässigte auch – wie bereits erwähnt wurde – den Restriktionsgrad ihrer Politik.

Aus den bisherigen Ausführungen ist ersichtlich, dass die Nationalbank hauptsächlich danach trachtet, die Teuerung tendenziell möglichst tief zu halten. Obwohl sie ihren Akzent auf ein stabiles Preisniveau setzt, darf sie ihre anderen Aufgaben nicht völlig aus den Augen verlieren. Da die Schweiz eng mit der Weltwirtschaft verflochten ist, muss die Nationalbank versuchen, extreme Kursausschläge zu mässigen. Dabei betrachtet sie die Glättung extremer Kursausschläge nicht als ein geldpolitisches Ziel an sich. Stabiler Wechselkurse tragen vielmehr dazu bei, die kurzfristigen Schwankungen von Preisniveau, Produktion und Beschäftigung zu mindern. Freilich darf die Fähigkeit der Nationalbank, stabile Wechselkurse mit dem Ziel eines stabilen Preisniveaus in Einklang zu bringen, nicht überschätzt werden. So führte die wechselkursbedingte Lockerung der Geldpolitik im Jahre 1978 mit der üblichen zeitlichen Verzögerung zu einer Zunahme der Teuerung. Auch die leichte Lockerung von 1987 und 1988 hatte ähnliche Konsequenzen.⁴ Diese Beispiele zeigen, dass die Rücksichtnahme auf den Wechselkurs, die in einem kleinen Land wie der Schweiz unvermeidlich ist, den geldpolitischen Aktionsradius der Nationalbank einschränkt.

2. Die Notenbankgeldmenge als Indikator und Zielgrösse

Da die Nationalbank das Ziel eines stabilen Preisniveaus nur allmählich erreichen kann, muss sie

ihre Politik auf die mittlere Frist ausrichten und eine vorausschauende Haltung einnehmen. Zur richtigen Dosierung einer vorausschauenden Politik benötigt die Nationalbank *Indikatoren* oder *Zwischenziele*, die eine geldpolitische Signalfunktion erfüllen. Diese Signale helfen ihr, das geldpolitische Schiff auf einen Kurs zu bringen, der beim Fernziel eines stabilen Preisniveaus endet.

Indikatoren sind volkswirtschaftliche Grössen, welche die Richtung der Geldpolitik anzeigen. Änderungen der Indikatoren deuten darauf hin, dass die Nationalbank ihre Geldpolitik anpassen sollte. Geht sie einen Schritt weiter und legt präzise Zielwerte für einen Indikator fest, so spricht man von einem Zwischenziel, d.h. einer Zielgrösse, die zwischen den geldpolitischen Instrumenten und dem Preisniveau angesiedelt ist.

Die Nationalbank verwendet seit 1980 die Notenbankgeldmenge⁵ als den hauptsächlichsten geldpolitischen Indikator. Da sie für dieses Aggregat jährliche Wachstumsziele festlegt, erfüllt die Notenbankgeldmenge auch die Funktion einer Zwischenzielgrösse. Allerdings kann man sich fragen, ob hier die Bezeichnung "Zwischenzielgrösse" angebracht ist. Da die Nationalbank die Notenbank-Geldmenge direkt steuert, stellt dieses Aggregat in der Schweiz praktisch ein geldpolitisches Instrument dar.⁶

Damit die Notenbankgeldmenge ihre Indikatorfunktion erfüllen kann, muss sie zwei Bedingungen genügen. Einerseits muss sie in einer *stabilen* Beziehung zu den Grössen stehen, welche die Nationalbank letztlich beeinflussen möchte. Insbesondere muss eine stabile Beziehung zwischen Preisniveau und Notenbankgeldmenge bestehen. Andererseits muss die Notenbankgeldmenge der Preisentwicklung *vorlaufen*. Nur dann besteht Gewähr, dass die Nationalbank mit In-

⁴ Vgl. Rich (1990) für eine detaillierte Analyse der schweizerischen Wechselkurspolitik.

⁵ Die Notenbankgeldmenge umfasst den Notenumlauf und die Giroguthaben der Banken bei der Nationalbank. Vgl. Tabelle 1 für die Bereinigungsverfahren.

⁶ In der Praxis leitet die Nationalbank aus den Zielwerten für die Notenbankgeldmenge entsprechende Zielwerte für die Giroguthaben ab, die als Richtschnur für ihre täglichen monetären Operationen am Geld- und Devisenmarkt dienen.

strumenten, die erst morgen wirken, auch die Probleme von morgen lösen kann.

Aus der Grafik 2 ist ersichtlich, dass die Notenbankgeldmenge der Preisentwicklung eindeutig vorläuft. Bis Mitte der achtziger Jahre betrug die zeitliche Verzögerung zwischen Änderungen des Geldmengenwachstums und der Inflationsrate zwei bis drei Jahre. Seither hat sich dieser Zusammenhang etwas verwischt, obwohl die Notenbankgeldmenge dem Preisniveau immer noch vorläuft. Daher werden vermehrt als früher Zweifel an der Stabilität der Beziehung zwischen diesen beiden Grössen geäussert. Der Rückgang der Giro Guthaben nach der Revision der Liquiditätsvorschriften und der Einführung von SIC nährt diese Zweifel in besonderem Masse. In dieser Debatte wird freilich nicht immer klar zwischen den kurz- und mittelfristigen Eigenschaften eines Indikators unterschieden. Die Notenbankgeldmenge war im Jahre 1988 und in der ersten Hälfte 1989 zweifellos als *kurzfristiger Indikator* unbrauchbar. So schrumpfte sie im Laufe des Jahres 1988 massiv, obschon die Nationalbank ihre Geldpolitik gegenüber dem Vorjahr leicht gelockert hatte. Die Notenbankgeldmenge dürfte – korrigiert um den Rückgang der Giro Guthaben, der durch die neuen Liquiditätsvorschriften und SIC bedingt wurde – im Jahre 1988 um 4% zugenommen haben, gegenüber 2,9% im Vorjahr (Tabelle 1). Als *mittelfristiger Indikator* ist die Notenbankgeldmenge dennoch nach wie vor verwendbar.

Die Nützlichkeit der Notenbankgeldmenge als mittelfristiger Indikator beruht auf der Erkenntnis, dass ein auf jährlich 2% begrenztes Wachstum dieses Aggregats ausreichen dürfte, um das Preisniveau mittelfristig zu stabilisieren. Die Zahl von 2% beruht auf der Annahme, dass (a) die Nationalbank eine Inflationsrate von jährlich 0-1% mit Preisniveaustabilität gleichsetzt und (b) das Potentialwachstum des realen schweizerischen Bruttoinlandprodukts kaum 2% pro Jahr übersteigen dürfte (vgl. Büttler et al., 1987). Das aus diesen Annahmen resultierende Potentialwachstum von nominal 2-3% dürfte die Nachfrage nach Notenbankgeld um etwa 2% pro Jahr steigen lassen.⁷ Sofern die Geldnachfrage in einem inflationsfreien Umfeld durch keine anderen Faktoren beeinflusst wird (vgl. Ziffer 3), dürfte die National-

bank mit einer jährlichen Ausweitung der Notenbankgeldmenge von 2% das Ziel eines stabilen Preisniveaus auf die Länge erreichen.

Diese Aussage behält grundsätzlich ihre Gültigkeit, wenn finanzielle Neuerungen oder andere Ereignisse die Geldnachfrage verschieben. Entscheidend ist die Frage, ob sich das *Niveau* oder das *Wachstum* der Geldnachfrage verschiebt. Bei einer einmaligen Niveaushiftung darf die Nationalbank nach wie vor damit rechnen, dass das Ziel eines stabilen Preisniveaus mit einer jährlichen Ausweitung der Notenbankgeldmenge von 2% längerfristig gewährleistet bleibt. Eine Verringerung des Niveaus der Geldnachfrage hat die gleiche Wirkung auf das Preisniveau wie eine einmalige Erhöhung des Geldangebots. Sie führt zu einem vorübergehenden Rückgang der inländischen Zinssätze, der die Nachfrage nach inländischen Gütern und Dienstleistungen stimuliert und das Preisniveau in die Höhe treibt. Die Zunahme des Preisniveaus steigert die Geldnachfrage und lässt die Zinssätze auf ihr ursprüngliches Niveau zurückkehren. Das Preisniveau erhöht sich zwar permanent, doch bleibt es nach vollzogener Anpassung wieder stabil. Eine Verringerung des Wachstums der Geldnachfrage hat hingegen die gleiche Wirkung wie eine Erhöhung des Wachstums des Geldangebots, d.h. die Inflationsrate steigt permanent. Die Preisniveaustabilität ist in diesem Falle auch längerfristig nicht mehr gewährleistet, sofern die Nationalbank darauf beharrt, die Notenbankgeldmenge um 2% pro Jahr auszuweiten.

Die Revision der Liquiditätsvorschriften und die Einführung von SIC haben mit grosser Wahrscheinlichkeit nur das Niveau der Geldnachfrage verändert, so dass die Notenbankgeldmenge auch inskünftig eine nützliche Funktion als mittelfristiger Indikator erfüllen kann. Dennoch sollten die kurzfristigen Verzerrungen der Geldnachfrage, die diese beiden Neuerungen hervorriefen und möglicherweise immer noch bewirken, nicht verharmlost werden. Es ist unumgänglich, in sol-

⁷ Natürlich ist diese Aussage – wie alle Prognosen – mit Unsicherheiten behaftet. Insbesondere ist nicht auszuschliessen, dass das Potentialwachstum mit 2% etwas unterschätzt wird. Daher überprüft die Nationalbank diese Annahmen von Zeit zu Zeit.

chen Situationen auch andere Indikatoren heranzuziehen. Bei Niveauverschiebungen der Geldnachfrage spielen vor allem die Zinssätze am Geldmarkt eine nützliche kurzfristige Indikatorrolle. Zur Bestimmung möglicher Niveauverschiebungen bietet sich das folgende Vorgehen an: Die Nationalbank prognostiziert bei der Festlegung des jährlichen Geldmengenziels die tendenzielle Entwicklung eines repräsentativen inländischen Geldmarktsatzes, z.B. des Dreimonatssatzes für Eurofrankeneinlagen. Diese Prognose beruht auf den folgenden Annahmen:

- Der inländische Geldmarktsatz wird auf dem Markt für Notenbankgeld gebildet. Seine Aufgabe besteht darin, Angebot und Nachfrage für Notenbankgeld miteinander in Einklang zu bringen.
- Das Wachstum des Angebots im kommenden Jahr entspricht dem neu festgelegten Geldmengenziel.
- Die Nachfrage nach Notenbankgeld hängt vom inländischen Geldmarktsatz, vom inländischen Preisniveau, der inländischen Produktion sowie von anderen möglichen Bestimmungsfaktoren wie dem Wechselkurs und den ausländischen Zinssätzen ab (vgl. Ziffer 3).

Herrscht auf dem Markt für Notenbankgeld Gleichgewicht, reagiert der inländische Geldmarktsatz auf Veränderungen des Geldangebots, des inländischen Preisniveaus, der Produktion, des Wechselkurses und der ausländischen Zinssätze.⁸ Er kann somit aufgrund der Entwicklung dieser Bestimmungsfaktoren prognostiziert werden. Da die künftigen Werte der Bestimmungsfaktoren des Geldmarktsatzes bei der Zielsetzung noch nicht bekannt sind, muss die Nationalbank ihre Prognose laufend an die neu verfügbaren Informationen anpassen. Weichen die tatsächlichen Werte der kurzfristigen Zinssätze systematisch von der Prognose ab, deutet dies auf eine Verschiebung der Geldnachfrage hin. Abweichungen von der Zinssatzprognose erfüllen somit eine Signalfunktion und verlangen eine Überprüfung der Geldpolitik. Indem die Nationalbank das Geldmengenziel unter- oder überschreitet, gleicht sie den Geldmarktsatz wieder an den prognostizierten Wert an.

Allerdings bewahrt auch dieses Verfahren die Na-

tionalbank nicht vor Fehlentscheidungen. Es vermag bestenfalls die Tendenz der Zinsentwicklung, nicht jedoch alle Veränderungen von Monat zu Monat oder gar von Tag zu Tag vorauszusagen, da die Geldnachfrage starken Zufallsbewegungen unterworfen ist, die sich in entsprechenden Zinssatzschwankungen äussern. Zufallsbewegungen der Zinssätze von Änderungen zu unterscheiden, die eine systematische Verschiebung der Geldnachfrage signalisieren, ist meist nicht sofort möglich, sondern erst, wenn einige Monate verstrichen sind. Daher ist es am besten, wenn die Nationalbank das Geldangebot nur allmählich an unerwartete Bewegungen der Geldmarktsätze anpasst.

Während die Geldmarktsätze nützliche kurzfristige Indikatoren darstellen, eignen sie sich kaum als mittelfristige Orientierungshilfe (vgl. Ziffer 4). Daher ist die Nationalbank auf einen Kompass wie die bereinigte Notenbankgeldmenge angewiesen, der sie mittelfristig zum gewünschten Ziel leitet. Es wäre gefährlich, die Bedeutung zuverlässiger mittelfristiger Indikatoren zu unterschätzen.

3. Stabilität der Geldnachfrage

Das Verfahren, das im vorangegangenen Kapitel skizziert wurde, sollte nur in ausserordentlichen Situationen – wie 1988 und 1989 – angewendet werden. Dieses Vorgehen ist sinnvoll, falls sich die Geldnachfrage normalerweise stabil verhält und Instabilitäten eine Ausnahmeerscheinung darstellen. Die Stabilität der Geldnachfrage spielt in der Debatte um den Sinn und Zweck von Geldmengenzielen eine zentrale Rolle. Zum besseren Verständnis dieser Debatte ist es zweckmässig, zwischen Stabilität im ökonomischen und im geldpolitischen Sinne zu unterscheiden. Ökono-

⁸ Dabei ist zu beachten, dass das inländische Preisniveau, die Produktion und der Wechselkurs selbst auf Änderungen des Geldangebots reagieren. Infolge der zeitlichen Verzögerung in den Wirkungen der Geldpolitik hängen die Gegenwartswerte des Preisniveaus und der Produktion jedoch nicht vom Gegenwartswert des Geldangebots ab. Der Zusammenhang zwischen Geldangebot und Wechselkurs ist komplex (Rich, 1990). Der Gegenwartswert des Wechselkurses dürfte zumindest teilweise auf den Gegenwartswert des Geldangebots reagieren.

metrische Stabilität setzt voraus, dass (a) die Bestimmungsgründe der Nachfrage nach Notenbankgeld bekannt sind und (b) deren Entwicklung aufgrund der Veränderung ihrer Bestimmungsgründe zuverlässig prognostiziert werden kann. Oekonometrische Stabilität ist eine notwendige – jedoch nicht hinreichende – Bedingung dafür, dass die Notenbankgeldmenge als erstklassiger Indikator taugt. Dazu ist auch Stabilität im geldpolitischen Sinne erforderlich. Diese ist nur dann gewährleistet, wenn die Nachfrage nach Notenbankgeld hauptsächlich von jenen Grössen abhängt, welche die Nationalbank letztlich beeinflussen möchte.

Die verfügbaren Untersuchungen zeigen, dass die Nachfrage nach Notenbankgeld dem Kriterium der ökonometrischen Stabilität im grossen und ganzen genügt (Kohli, 1985; Ettlín, 1989). Ferner steht sie in einer stabilen Beziehung zum inländischen Preisniveau und zum realen Bruttoinlandprodukt,⁹ Diese Beziehung hat sich seit dem Uebergang zu flexiblen Wechselkursen kaum verändert; auch die Revision der Liquiditätsvorschriften und die Einführung von SIC scheint sie nicht tangiert zu haben. Die Faustregel, wonach ein Wachstum des nominalen Bruttoinlandprodukts von 1% die Nachfrage nach Notenbankgeld um knapp 1% steigen lässt, dürfte nach wie vor gelten.¹⁰ Die enge Beziehung zwischen Geldnachfrage und Bruttoinlandprodukt beruht auf der Tatsache, dass die Notenbankgeldmenge eine wichtige Funktion als Zahlungsmittel erfüllt. Nimmt das Bruttoinlandprodukt real oder nominal zu, steigen auch die Umsätze im Zahlungsverkehr. Damit erhöht sich der Bedarf an Zahlungsmitteln in Form von Giroguthaben bei der Nationalbank und von Bargeld.

Die Nachfrage nach Notenbankgeld hängt jedoch nicht nur vom Preisniveau und der Produktion, sondern auch von anderen Grössen ab. Ein weiterer wichtiger Bestimmungsfaktor der Geldnachfrage ist der inländische Zinssatz. Sowohl die Giroguthaben als auch der Notenumlauf sinken, wenn die Zinssätze steigen. Als Folge einer Zinserhöhung sehen sich die Banken veranlasst, zinslose Giroguthaben bei der Nationalbank in zinstragende Aktiven umzuwandeln. Die Nachfrage nach Bargeld geht ebenfalls zurück, weil Banknoten nicht nur als Zahlungsmittel, sondern

– obwohl zinslos – auch als Anlageobjekt verwendet werden. Zinsempfindlich sind insbesondere die Tausender- und Fünfhunderternoten. Allerdings reagieren die Giroguthaben und der Bargeldumlauf nicht auf die gleichen Zinssätze. Während die Geldmarktsätze für die Bestimmung der Giro nachfrage massgebend sind, hängt die Nachfrage nach Banknoten vor allem von den Zinssätzen auf Spareinlagen ab (Galli, 1980; Ettlín, 1989).

Zinsinduzierte Veränderungen der Geldnachfrage hindern die Nationalbank grundsätzlich nicht daran, ihre geldpolitischen Ziele zu erreichen. Dies sei an einem Beispiel verdeutlicht. Nehmen wir an, die Teuerung in der Schweiz betrage als Folge eines übermässig hohen Geldmengenwachstums 10% pro Jahr. Nun versucht die Nationalbank, die Teuerung auf 0% zu verringern, indem sie das jährliche Wachstum der Notenbankgeldmenge permanent um 10 Prozentpunkte schrumpfen lässt. Der Uebergang zu einer restriktiven Geldpolitik führt zu einer temporären Erhöhung der inländischen Zinssätze. Dieser Zinsanstieg ist erforderlich, um die Geldnachfrage an das verknappte Geldangebot anzupassen, das Wachstum der Gesamtnachfrage nach Gütern und Dienstleistungen zu dämpfen und damit den Preisauftrieb zu mässigen. Sobald die Gesamtnachfrage auf den Restriktionskurs der Nationalbank reagiert, beginnen die inländischen Zinssätze wieder zurückzugehen. Längerfristig sinken sie sogar unter das Niveau, auf dem sie sich vor dem Uebergang zu einer restriktiven Geldpolitik befanden. Gelingt es nämlich der Nationalbank, die Teuerung erfolgreich und glaubwürdig zu bekämpfen, dürfte mit der Zeit auch die erwartete Inflationsrate um 10 Prozentpunkte zurückgehen. Da die Nominalzinsen die Inflationserwartungen spiegeln, dürften sie sich ebenfalls um den entsprechenden Betrag verringern.

⁹ Die Nachfrage nach Banknoten reagiert vor allem auf Änderungen des Konsums (Ettlín, 1989), der seinerseits von der Entwicklung des Preisniveaus und des realen Bruttoinlandprodukts abhängt. Die Nachfrage nach Giroguthaben ist hingegen weniger eng mit dem Preisniveau und dem Bruttoinlandprodukt verknüpft (vgl. Ziffer 4)

¹⁰ Die Geldnachfrage erhöht sich – genauer gesagt – um den gleichen Prozentsatz wie das Preisniveau, während sie als Folge einer Steigerung des realen Bruttoinlandprodukts unterproportional zunimmt.

Der Rückgang der Zinssätze bewirkt eine einmalige Erhöhung des *Niveaus* der Geldnachfrage. Die Teuerung wird jedoch durch diesen Niveauanstieg längerfristig nicht beeinflusst, sondern hängt allein von der Entwicklung des Geldangebots ab.¹¹

Dieses Beispiel zeigt, dass zinsinduzierte Veränderungen der Geldnachfrage ähnliche geldpolitische Probleme aufwerfen wie die im vorangegangenen Kapitel erwähnten Niveauverschiebungen. Zinsinduzierte Veränderungen der Geldnachfrage lassen somit die Regel, wonach ein zweiprozentiges Wachstum der Notenbankgeldmenge längerfristig Preisniveaustabilität gewährleisten sollte, unberührt. Hingegen beeinflussen sie die Geschwindigkeit, mit der die Nationalbank ihr Ziel eines stabilen Preisniveaus erreichen kann. Reagiert die Geldnachfrage stark auf Zinsänderungen, kann es sehr lange dauern, bis die Nationalbank die Teuerung auf Null verringert hat. Selbst eine drastische Verringerung des Geldangebots führt nämlich in diesem Falle nur zu einer leichten vorübergehenden Erhöhung der Zinssätze. Dies schwächt die Bremswirkung der restriktiven Geldpolitik. Allerdings ist in der Schweiz die Nachfrage nach Notenbankgeld nicht so zinsempfindlich, dass die Geldmengepolitik der Nationalbank entscheidend geschwächt würde.¹² Diese Aussage muss jedoch insofern relativiert werden, als vorerhand nicht feststeht, ob die Revision der Liquiditätsvorschriften und die Einführung von SIC die Zinsempfindlichkeit der Giroguthaben beeinflusst hat.

Andere mögliche Bestimmungsgründe der Geldnachfrage sind der Wechselkurs des Schweizer Frankens und die ausländischen Zinssätze. Sofern diese Einflussfaktoren überhaupt ins Gewicht fallen, spielen sie höchstens eine untergeordnete Rolle.¹³

Kaum umstritten ist die Tatsache, dass sich die Nachfrage nach Notenbankgeld am Anfang der achtziger Jahre deutlich verringerte (Rich, 1987). Die Gründe dieses Nachfragerückgangs sind nur teilweise geklärt. Mit grosser Wahrscheinlichkeit schrumpfte der Notenumlauf als Folge der im Jahre 1980 vollzogenen vollständigen Aufhebung der Massnahmen, welche die schweizerischen Währungsbehörden zur Beschränkung des Kapi-

talimports ergriffen hatten. Diese Restriktionen waren teilweise umgangen worden, indem Ausländer Banknoten in grossen Stückelungen horteten (Ettlin, 1989). Freilich war auch bei den Giroguthaben eine ähnliche Nachfrageverschiebung zu beobachten, deren Ursachen noch nicht geklärt werden konnten.¹⁴ Wie schon oben gezeigt wurde, liessen die Revision der Liquiditätsvorschriften und die Einführung von SIC die Nachfrage nach Notenbankgeld in den Jahren 1988 und 1989 erneut sinken. Abgesehen von diesen beiden Verschiebungen wurde die Geldnachfrage jedoch vorwiegend durch die Entwicklung des Preisniveaus, der Produktion und der Zinssätze im Inland bestimmt.

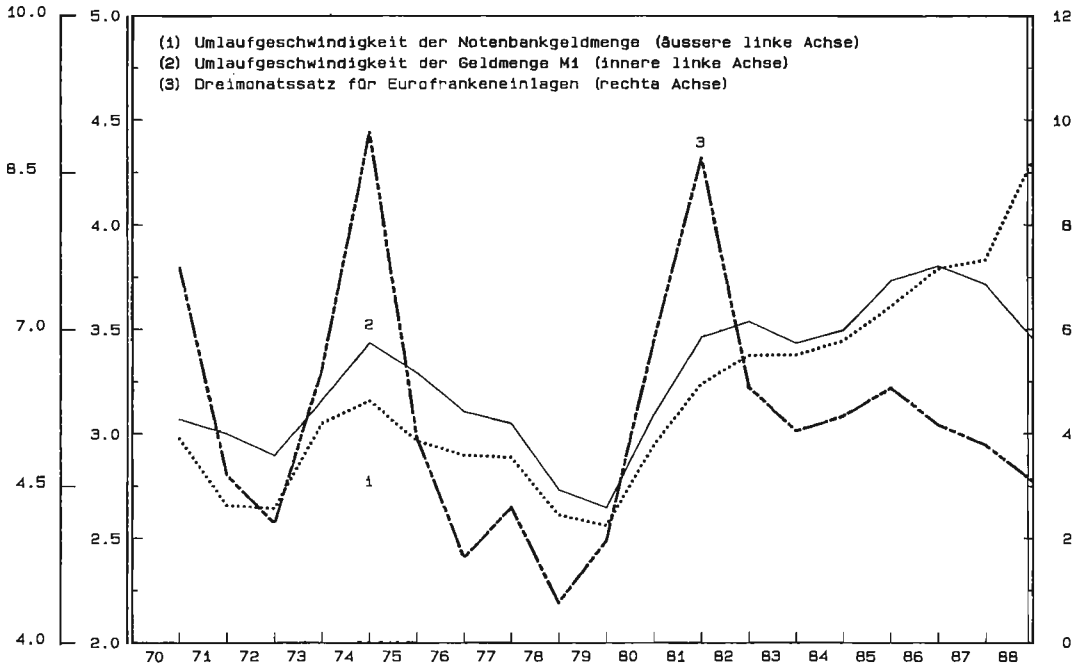
Diese Zusammenhänge sind auch aus der Grafik 3 ersichtlich, die die Entwicklung der Umlaufgeschwindigkeit der Notenbankgeldmenge und des Dreimonatssatzes für Eurofrankeneinlagen darstellt. Die Umlaufgeschwindigkeit entspricht dem Verhältnis von dem nominalen Bruttoinlandprodukt und der Notenbankgeldmenge. Die Grafik 3 zeigt deutlich, dass bis Anfang der achtziger Jahre Änderungen der Geldumlaufgeschwindigkeit hauptsächlich die Zinsentwicklung spiegelten. Die beiden erwähnten Nachfrageverschie-

¹¹ Diese Analyse beruht auf der Annahme, dass die Drosselung des Geldmengenwachstums langfristig keine realen Wirkungen ausübt. Die reale Geldnachfrage steigt zwar, doch die übrigen realen Grössen, den Realzins mit eingeschlossen, bleiben unverändert.

¹² Kaldor (1982), ein überzeugter Antimonetarist, vertrat dezidiert die Auffassung, die hohe Zinsempfindlichkeit der Geldnachfrage verunmögliche eine wirksame Geldmengepolitik. Die Regel, wonach ein zweiprozentiges Wachstum der Notenbankgeldmenge mittelfristig mit einem stabilen Preisniveau in Einklang steht, ist nur gültig, wenn der Realzins nicht permanent steigt oder fällt, sondern um einen konstanten Trend herum schwankt. Wahrscheinlich sind die schweizerischen Realzinsen tendenziell konstante Grössen, doch wurde ihr langfristiges Verhalten meines Wissens nie untersucht.

¹³ Vgl. Hermann und Rich (1988) für eine – freilich unvollständige – Analyse dieser Einflussfaktoren.

¹⁴ Die alten bankengesetzlichen Liquiditätsvorschriften konnten unter gewissen Bedingungen nicht nur mit Notenbankgeld und Postcheckguthaben, sondern auch mit Auslandskasse in Form von Guthaben bei ausländischen Zentral- und Geschäftsbanken erfüllt werden. Nach der Zinshausse von 1981 änderten anscheinend wichtige Banken ihr Reserveverhalten, indem sie begannen, den Liquiditätsvorschriften vermehrt als früher mit Auslandskasse anstatt mit Giroguthaben zu genügen.

Grafik 3: Geldumlaufgeschwindigkeit und Geldmarktsatz in der Schweiz (Jahresdurchschnitte)

lungen äusserten sich in einer Zunahme der Umlaufgeschwindigkeit der Notenbankgeldmenge, der keine entsprechende Erhöhung des inländischen Geldmarktsatzes gegenüberstand.

Selbst wenn sich das Nachfrageverhalten am Markt für Notenbankgeld inskünftig wieder normalisieren sollte, ist nach wie vor mit kurzfristigen Zufallsschwankungen der Geldnachfrage zu rechnen. Wie schon unter Ziffer 2 ausgeführt wurde, kann dies entsprechende Bewegungen der Geldmarktsätze auslösen. Möglicherweise wird sich die Volatilität der Geldmarktsätze als Folge des massiven Rückgangs der Giro Guthaben verstärken, sofern die Nationalbank das Geldangebot nicht an die Zufallsschwankungen der Nachfrage anpasst. Normalerweise spielen die Giro Guthaben die Rolle eines Stossdämpfers, der die Zufallsbewegungen der Geldmarktsätze dämpft. Da sich die Giro Guthaben unter dem neuen Liquiditätsregime massiv verringert haben, werden sie vielleicht in Zukunft eine weniger wirksame Stossdämpferfunktion erfüllen als bisher. Vorderhand ist jedoch noch offen, ob das neue

Liquiditätsregime die Volatilität der Geldmarktsätze erhöhen wird.

4. Andere geldpolitische Indikatoren

Neben der Notenbankgeldmenge bestehen noch andere Indikatoren, die Hinweise auf den Restriktionsgrad der Geldpolitik liefern könnten. In diesem Teil des Aufsatzes soll die geldpolitische Aussagekraft anderer möglicher Indikatoren geprüft werden.

Geldmenge M1

Normalerweise besteht eine enge positive Korrelation zwischen der Geldmenge M1 und der Notenbankgeldmenge (Grafik 2). Daher liefert die Geldmenge M1 kaum Angaben über die künftige Entwicklung des Preisniveaus, die nicht schon in der Notenbankgeldmenge enthalten sind. Der Hauptunterschied zwischen den beiden monetären Aggregaten besteht darin, dass die Geld-

menge M1 seit einigen Jahren stärkere kurzfristige Schwankungen aufweist als die Notenbankgeldmenge. Selbst eine leichte Verschärfung der Geldpolitik äussert sich zumindest in der kurzen Frist in stark negativen Veränderungsraten der Geldmenge M1, während das umgekehrte Muster bei einer Lockerung der Geldpolitik in Erscheinung tritt. Die Gründe der unterschiedlichen Schwankungsbreiten der beiden Aggregate sind nur teilweise bekannt (vgl. Hermann und Rich, 1988).

Grundsätzlich eignete sich auch die Geldmenge M1 als Zwischenzielgrösse. Wie bei der bereinigten Notenbankgeldmenge könnte die Nationalbank davon ausgehen, dass ein jährliches Wachstum der Geldmenge M1 von ungefähr 2% mittelfristig ein stabiles Preisniveau gewährleisten dürfte (Rötheli, 1988).¹⁵ Die markanten kurzfristigen Schwankungen von M1 würden allerdings bei der Festlegung von Jahreszielen Probleme aufwerfen (vgl. Schweizerische Nationalbank, 1986).

Ferner war die Geldmenge M1 am Anfang und Ende der achtziger Jahre ebenso verzerrt wie die Notenbankgeldmenge. Die Grafik 3 weist neben der Umlaufgeschwindigkeit der Notenbankgeldmenge auch jene der Geldmenge M1 aus. Wie aus der Grafik ersichtlich ist, verhielt sich die Umlaufgeschwindigkeit der beiden Aggregate Anfang der achtziger Jahre auffallend ähnlich. Im Jahre 1988 stand dem massiven Rückgang der Giroguthaben hingegen eine ebenso sprunghafte Erhöhung der Geldmenge M1 gegenüber. Der Grund für diese Verzerrung von M1 wurde anderswo erläutert (Schweizerische Nationalbank, 1989, S.29f). Dennoch verfolgt die Nationalbank regelmässig die Entwicklung von M1, da aus ihr auf die Qualität der Notenbankgeldmenge als Indikator geschlossen werden kann.

Geldmenge M2 und M3

Es ist schwierig, nützliche geldpolitische Informationen aus diesen beiden Aggregaten herauszudestillieren. Im Unterschied zur bereinigten Notenbankgeldmenge und zur Geldmenge M1 sind in der Schweiz die Aggregate M2 und M3 – zumindest seit dem Uebergang zu flexiblen Wech-

selkursen – nur lose mit dem nominalen Bruttoinlandsprodukt bzw. dem Preisniveau verknüpft. Zudem scheinen sie der Entwicklung des nominalen Bruttoinlandsprodukts nicht systematisch vorzulaufen. Besonders die Geldmenge M2 liefert kaum Angaben über die künftige Produktions- und Preisentwicklung.

Kreditentwicklung

Die Entwicklung der Bankkredite vermittelt ebenfalls keine Angaben über den künftigen Verlauf des Preisniveaus und der Produktion. Die Bankkredite laufen nämlich der Preis- und Produktionsentwicklung nach. In der Anfangsphase eines Konjunkturabschwungs steigt das Wachstum der Bankkredite normalerweise noch, weil der sinkende Absatz die Unternehmungen vorübergehend dazu zwingt, auf Lager zu produzieren. Die zusätzlichen Lager werden häufig durch Bankkredite finanziert. Orientierte sich die Nationalbank an der Kreditentwicklung, liefe sie Gefahr, mit Instrumenten, die erst morgen wirken, die Probleme von gestern lösen zu wollen.

Zinssätze

Obwohl die Geldmarktsätze vorübergehend eine nützliche Indikatorrolle spielen können, eignen sie sich nicht als mittelfristige Indikatoren. Theoretisch könnte die Nationalbank das Preisniveau über die Geldmarktsätze steuern. In der Praxis wäre es jedoch schwierig, einen Zielpfad für einen Geldmarktsatz festzulegen, der längerfristig ein stabiles Preisniveau gewährleisten würde. Nehmen wir an, die Nationalbank sei mit einem Anstieg der Teuerung konfrontiert. Wie wir oben zeigten, müsste sie den als Zielgrösse gewählten Geldmarktsatz vorübergehend heraufsetzen, um der Teuerung Einhalt zu gebieten. Dieser dürfte jedoch nicht dauernd auf einem höheren Niveau verharren. Er müsste nach einer Weile wieder zurückgehen und allmählich auf einem Niveau ein-

¹⁵ Vgl. Heri (1986) und Fischer (1989) für neuere empirische Untersuchungen zur Nachfrage nach M1. Fischer versucht, die im folgenden Absatz erwähnte Nachfrageverschiebung von M1 am Anfang der achtziger Jahre zu erklären.

pendeln, das unter seinem Ausgangswert liegt. Selbst der beste Geldpolitiker hätte Mühe, diesen komplizierten Anpassungspfad für den Geldmarktsatz zum voraus zu bestimmen. Der grosse Vorteil von Geldmengenzielen liegt gerade darin, dass sie die komplizierten Zinsbewegungen, die für die Teuerungskämpfung erforderlich sind, mehr oder weniger automatisch auslösen.

Giroguthaben

Von einzelnen Kommentatoren der schweizerischen Geldpolitik wird vorgeschlagen, die Giroguthaben der Banken bei der Nationalbank als Indikator oder Zwischenzielgrösse zu verwenden. Normalerweise besteht eine enge negative Korrelation zwischen den Giroguthaben und den inländischen Geldmarktsätzen. Wie die Geldmarktsätze sind die Giroguthaben daher ein nützlicher kurzfristiger Indikator. Als mittelfristiger Indikator sind sie hingegen nicht über alle Zweifel erhaben. Sie laufen zwar der Preis- und Produktionsentwicklung vor. Sie stehen jedoch in einer weniger engen Beziehung zum Preisniveau und zum realen Bruttoinlandprodukt als die Notenbankgeldmenge insgesamt. Aus diesem Grunde zieht es die Nationalbank vor, die Notenbankgeldmenge als ganzes – und nicht nur die Giroguthaben – als Zielgrösse zu verwenden.

Wechselkurs

Andere Kritiker empfehlen der Nationalbank, vermehrt den Wechselkurs als geldpolitischen Indikator heranzuziehen. Dabei stellen sie häufig nicht klar, ob sie den Wechselkurs zu einem eigentlichen Zwischenziel erklären möchten, oder ob sie lediglich der Meinung sind, der Wechselkurs sei ein aussagekräftiger vorlaufender Indikator der Preisentwicklung.

In der kurzen Frist besteht in der Tat ein gewisser Zusammenhang zwischen Preisniveau und Wechselkurs. Wie schon oben ausgeführt wurde, kann eine starke vorübergehende Tieferebewertung des Schweizer Frankens nach einigen Monaten zu einem vorübergehenden Teuerungsanstieg führen. Deshalb wird der Wechselkurs oft als vorlaufender Indikator der Preisentwicklung

betrachtet.¹⁶ Dabei wird freilich übersehen, dass der Wechselkurs bestenfalls einen Teil der kurzfristigen Schwankungen des Preisniveaus erklärt. Dazu kommt, dass diese Schwankungen ohnehin nicht die Hauptsorge der Nationalbank bilden. Sie interessiert vor allem die Frage, ob die Wechselkursbewegungen die *mittelfristige* Entwicklung des Preisniveaus voraussagen. Diese Frage muss eindeutig verneint werden. In der mittleren und langen Frist hängt die Preisentwicklung nicht vom Wechselkurs ab. Vielmehr sind es Faktoren wie die Geldmengenentwicklung, die mittel- und langfristig sowohl das Preisniveau als auch den Wechselkurs beeinflussen. Aus diesem Grunde ist der Wechselkurs ein wertloser Indikator der mittelfristigen Entwicklung des Preisniveaus.¹⁷

Dennoch verwenden viele – vor allem kleinere Länder – den Wechselkurs als Zwischenziel, indem sie ihn gegenüber einer wichtigen Währung, einem Währungskorb oder aufgrund eines internationalen Abkommens wie des Europäischen Währungssystems fixieren. Auch die schweizerischen Währungsbehörden hätten jederzeit die Möglichkeit, zu einem festen Frankenkurs zurückzukehren. Sie könnten beispielsweise den Kurs des Schweizer Frankens gegenüber der D-Mark fixieren. Der Zweck einer Rückkehr zu einem Fixkurssystem würde allerdings nicht darin bestehen, die Treffsicherheit der schweizerischen Geldmengenpolitik zu verbessern. Vielmehr verlöre die Nationalbank einen grossen Teil ihrer Autonomie. Sie wäre mit einem fixen Wechselkurs kaum mehr imstande, die Notenbankgeldmenge oder ein anderes Geldmengenaggregat nach ihrem Gutdünken zu steuern. Auch die Zinsentwicklung in der Schweiz hinge fortan vor allem von jener in der Bundesrepublik Deutschland ab.

Obwohl die Bewegungsfreiheit der Nationalbank beschnitten würde, brächte ein fixer Frankenkurs nicht a priori schlechtere geldpolitische Ergebnisse als das geltende System. Die Teuerung der

¹⁶ McKinnon (1984; 1986) ist ein engagierter Befürworter dieser Betrachtungsweise.

¹⁷ Diese apodiktische Aussage sollte insofern relativiert werden, als in rohstoffproduzierenden Ländern der Wechselkurs häufig als nützlicher Indikator betrachtet wird.

Schweiz würde nämlich enger als bisher an jene der Bundesrepublik Deutschland gekoppelt. Die Schweiz könnte über einen fixen Wechselkurs von den deutschen Stabilitätserfolgen profitieren, falls es der Deutschen Bundesbank besser als der Nationalbank gelingen sollte, die Teuerung auf einem niedrigen Niveau zu stabilisieren. Gleichzeitig würden die starken Schwankungen des nominalen Frankenkurses gemildert, die einem kleinen Land wie der Schweiz beträchtliche volkswirtschaftliche Kosten verursachen.

Trotz diesen Vorteilen dürfen die Nachteile eines fixen Wechselkurses nicht übersehen werden:

- Die Schweiz überliesse die Festlegung des geldpolitischen Kurses weitgehend der Deutschen Bundesbank. Wäre die Nationalbank mit der in Deutschland geführten Politik nicht einverstanden, hätte sie nur noch beschränkte Möglichkeiten, einen abweichenden Kurs zu steuern. Ferner müsste Gewähr bestehen, dass die Wahl eines aussagekräftigen geldpolitischen Zwischenziels der Deutschen Bundesbank weniger grosse Mühe bereitet als der Nationalbank.
- Die Teuerungsrate war in der Schweiz in den letzten Jahren um bis zu 2 Prozentpunkte höher als in Deutschland, während der Konjunkturaufschwung bei uns ausgeglichener verlief. Hätte die Schweiz mit einem fixen Wechselkurs gegenüber der D-Mark die tiefere deutsche Teuerung übernehmen können, möglicherweise um den Preis eines weniger ausgeglichenen Wirtschaftswachstums? Diese Frage lässt sich nicht eindeutig beantworten. Von 1983 bis 1987 blieb der Wechselkurs des Frankens gegenüber der D-Mark nämlich verhältnismässig stabil. Dennoch erreichte die Teuerung in der Schweiz ein leicht höheres Niveau als in Deutschland. Dies äusserte sich in einer stetigen realen Aufwertung des Frankens gegenüber der D-Mark, die erst im Jahre 1988 zum Stillstand kam (Grafik 1).
- Nicht alle Bewegungen des nominalen oder realen Wechselkurses sind volkswirtschaftlich unerwünscht. Unter flexiblen Wechselkursen können aussenwirtschaftliche Ungleichgewichte durch eine Kursanpassung beseitigt oder gemildert werden. Wird der nominale Wechselkurs fixiert, findet die Anpassung auf

andere Art und Weise statt. Insbesondere ist es wahrscheinlich, dass das aussenwirtschaftliche Gleichgewicht nur aufrecht erhalten werden kann, wenn sich die inländische Produktion und Beschäftigung verändern. Möglicherweise verursachen Wechselkursänderungen geringere volkswirtschaftliche Kosten als die notwendigen Anpassungen der Produktion und Beschäftigung.

Daher stellt in der heutigen Situation die Fixierung des Frankenkurses keine realistische Alternative dar.

5. Notwendigkeit transparenter geldpolitischer Regeln

Viele Ökonomen akzeptieren heute ein wichtiges monetaristisches Postulat, wonach die Geldpolitik aufgrund von klar definierten, öffentlich angekündigten Regeln geführt werden sollte. Diese Regeln sollten einerseits gewährleisten, dass die Notenbanken ihre Geldpolitik vorwiegend auf die Stabilisierung des Preisniveaus ausrichten. Andererseits sollten sie die Notenbanken dazu zwingen, einen mittelfristig orientierten, vorausschauenden Kurs zu steuern. Dies wirkt der Versuchung zu kurzfristigem aktivistischem Verhalten entgegen.

Die Nationalbank ist sich der Bedeutung transparenter geldpolitischer Regeln bewusst. Sie ist daher der Meinung, die Öffentlichkeit müsse nicht nur über die Ziele der Geldpolitik, sondern auch über das gewählte Zwischenziel umfassend informiert werden. Deshalb legt sie Wert darauf, das Jahresziel für die bereinigte Notenbankgeldmenge im voraus öffentlich anzukündigen. Als autonome Notenbank in einem demokratischen Staat muss sie sich um eine möglichst grosse Transparenz der Geldpolitik bemühen. Eine Geldpolitik hinter verschlossenen Türen ist in einer Demokratie ein Fremdkörper.

In der Praxis ist es allerdings oft schwierig, die Transparenz der Geldpolitik zu gewährleisten. Geldpolitische Entscheide sind nämlich stets mit Unsicherheiten behaftet. Diese Unsicherheiten erschweren insbesondere die Festlegung des jährlichen Geldmengenziels. Daher betrachtet die

Nationalbank ihr Geldmengenziel nicht als eiserne Regel, sondern als eine Richtlinie. Obwohl sie sich bemüht, das Geldmengenziel zu erfüllen, ist sie unter Umständen gezwungen, vom angekündigten Kurs abzuweichen. Diese pragmatische Haltung der Nationalbank wird gelegentlich kritisiert. Dennoch sind Abweichungen vom Geldmengenziel nicht ohne weiteres als ein Rückfall in eine diskretionäre, für die Öffentlichkeit undurchschaubare Geldpolitik zu werten. Die Nationalbank ist nämlich bestrebt, die Gründe darzulegen, die sie zu Abweichungen vom Geldmengenziel bewegen können. In der Vergangenheit führten vier Arten von Entwicklungen, die bei der Festlegung des jährlichen Geldmengenziels nicht erwartet worden waren, zu Zielabweichungen:

– *Extreme Ausschläge des Frankenkurses*

Ein übermässiger Kurszerfall des Frankens, der die inländische Inflation anheizt, oder ein extremer Höhenflug, der die Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Industrie untergräbt, kann die Nationalbank zu Zielabweichungen veranlassen. Allerdings lehnt die Nationalbank eine wechselkurspolitische Feinsteuerung ab. Sie ist nur bereit, in extremen Situationen vom angekündigten Kurs abzuweichen.

– *Konjunkturlage*

Wie wir oben zeigten, nimmt die Nationalbank auf die Konjunkturlage Rücksicht. Insbesondere können unerwartete und unerwünschte Ausländeneinflüsse auf die schweizerische Konjunktur die Nationalbank zu Zielabweichungen veranlassen.

– *Liquiditätsempässe im schweizerischen Bankensystem*

Liquiditätsempässe im Bankensystem, welche die Nationalbank zum Eingreifen zwingen, können normalerweise nicht vorausgesehen werden und führen zu Zielabweichungen. Dies war nach der Börsenkrise im Jahre 1987 der Fall.

– *Unstabile Beziehung zwischen Preisniveau und bereinigter Notenbankgeldmenge*

Aus den bisherigen Ausführungen ist ersichtlich, dass Verzerrungen in der Beziehung zwischen Preisniveau und bereinigter Notenbankgeldmenge häufig nicht prognostizierbar sind

und daher zu Zielabweichungen führen können.

Sofern die Nationalbank auf diese vier Arten von Ereignissen in einer Weise reagiert, die für die Öffentlichkeit vorausschaubar ist, führt sie eine regelgebundene Politik. Die Befolgung einer Regel ist somit nicht gleichbedeutend mit der sklavischen Erfüllung von Geldmengenzielen. Die Nationalbank betrachtet ihre Geldmengenziele als *bedingte* Vorgaben, von denen sie gewillt ist abzuweichen, wenn gewisse zum voraus definierte – jedoch schwer prognostizierbare – Ereignisse eintreten, die eine Korrektur des geldpolitischen Kurses erfordern.¹⁸

Freilich würde selbst eine bedingte Vorgabe zur reinen Farce, falls die Nationalbank ständig von ihren Zwischenzielen abweiche. Wie aus Tabelle 1 ersichtlich ist, verhielt sich die Nationalbank weitgehend zielkonform. Seit 1975 hat sie vierzehnmal ein Jahresziel für das Geldmengenwachstum festgelegt. Sie wich in diesem Zeitraum nur fünfmal wesentlich von ihrer Vorgabe ab, d.h. in den Jahren 1978, 1980, 1981, 1988 und 1989. Die durchschnittliche Zielabweichung betrug lediglich 0.6 Prozentpunkte pro Jahr. Dieser Betrag verringert sich auf 0.1 Prozentpunkt, sofern die in Tabelle 1 ausgewiesenen tatsächlichen Veränderungsdaten der Geldmenge für 1988 und 1989 durch die korrigierten Werte ersetzt werden. Die Nationalbank erfüllte somit ihre Geldmengenziele im Durchschnitt dieser vierzehn Jahre fast perfekt.

Die fünf grösseren Zielabweichungen lassen sich vor allem darauf zurückführen, dass die Nationalbank auf den Wechselkurs und auf unerwartete Verschiebungen der Geldnachfrage Rücksicht nahm. Wie wir oben zeigten, spiegelt die massive Zielüberschreitung von 1978 die Bestrebungen

¹⁸ Die meisten Ökonomen, welche die Zentralbanken zur Befolgung einer Regel verpflichten möchten, schlagen heute kompliziertere Rezepte vor als die von den Monetaristen ursprünglich propagierten rigiden Geldmengenziele. Insbesondere sind sie wie die Nationalbank der Meinung, in einer unsicheren Welt seien nur bedingte Vorgaben sinnvoll. McCallum (1989, Kap.16) propagiert beispielsweise eine Regel, die dem Vorgehen der Nationalbank ähnelt.

der Nationalbank, den Höhenflug des Schweizer Frankens zu bremsen. In den Jahren 1980 und 1981 unterschritt die Nationalbank hingegen ihre Ziele, weil sie auf die damalige Frankenschwäche und die schon erwähnte Verschiebung der Geldnachfrage Rücksicht nahm. Sie regierte allerdings eher unbewusst auf diese Nachfrageverschiebung, da sie deren Ausmass erst später erkannte. Die Zielunterschreitungen von 1988 und 1989, die ausführlich diskutiert wurden, ergaben sich vor allem aus der Verringerung der Giro Guthaben als Folge der Revision der Liquiditätsvorschriften und der Einführung von SIC. Die Nationalbank nahm jedoch in diesen beiden Jahren – sowie im Jahre 1987, in dem die Zielabweichung bescheiden blieb – auch Rücksicht auf den Wechselkurs, die Konjunkturlage und die Liquiditätsversorgung der Banken.

Die Ankündigung einer bedingten Vorgabe zwingt die Nationalbank, über Zielabweichungen vor der Öffentlichkeit Rechenschaft abzulegen. Dies trägt dazu bei, dass die Öffentlichkeit die Politik der Nationalbank versteht und bei wirtschaftlichen Entscheiden die monetären Rahmenbedingungen richtig einschätzt. Geheimniskrämerei untergräbt auf die Länge die Glaubwürdigkeit der Nationalbank. Da die Geldpolitik auf das Vertrauen des Publikums angewiesen ist, kommt die Nationalbank um eine Offenlegung ihrer Politik letztlich nicht herum. Natürlich kann sie das Risiko von Fehlentscheiden nie ganz ausschliessen, weil die richtige Dosierung der Geldpolitik schwierig ist. Dennoch dürfte sie ihre Glaubwürdigkeit eher bewahren, wenn sie der Öffentlichkeit reinen Wein einschenkt, als wenn sie diese Schwierigkeiten verheimlicht.

6. Zusammenfassung

Der Zweck dieses Aufsatzes bestand darin, einige grundsätzliche Ueberlegungen zum geldpolitischen Konzept der Nationalbank anzustellen. Der erste Teil war den geldpolitischen Zielen gewidmet. Dabei wurde gezeigt, dass sich die Nationalbank hauptsächlich darum bemüht, ein stabiles Preisniveau zu erreichen und zu erhalten. Alle anderen Aufgaben – wie die Gewährleistung eines ausgeglichenen Wirtschaftswachstums und die Verhinderung von Liquiditätskrisen im

schweizerischen Bankensystem – sind der Stabilisierung des Preisniveaus untergeordnet. Die Nationalbank vermag zwar das Preisniveau im Durchschnitt mehrerer Jahre zu stabilisieren, jedoch nicht alle kurzfristigen Preisbewegungen auszuscheiden. Aus diesem Tatbestand ergibt sich die Maxime, dass die Nationalbank einen mittelfristig orientierten, vorausschauenden Kurs steuern sollte.

Die Erfolgchancen einer vorausschauenden Politik hängen davon ab, ob die Nationalbank über zuverlässige Indikatoren der künftigen Preisentwicklung verfügt. Der zweite Teil des Aufsatzes befasste sich mit der Rolle von geldpolitischen Indikatoren und Zwischenzielen. Ein zuverlässiger geldpolitischer Indikator muss (a) mit dem Preisniveau eng verknüpft sein und (b) diesem vorlaufen. Die bereinigte Notenbankgeldmenge – die Zwischenzielgrösse der Nationalbank – erfüllte diese Bedingung bisher weitgehend. Allerdings versagte dieses Aggregat am Anfang und am Ende der achtziger Jahre vorübergehend als kurzfristiger Indikator, ohne jedoch seine Nützlichkeit als mittelfristige Orientierungshilfe zu verlieren. Die damals gewonnenen Erfahrungen führen zum Schluss, dass die Nationalbank bei kurzfristigen Verzerrungen der Notenbankgeldmenge ihre geldpolitische Entscheidungsfähigkeit bewahren kann, indem sie die inländischen Geldmarktsätze als zusätzliche Indikatoren heranzieht. Dieses Vorgehen verspricht jedoch nur Erfolg, wenn die Nachfrage nach Notenbankgeld grundsätzlich stabil ist. Wie im dritten Teil des Aufsatzes gezeigt wurde, trifft dies im wesentlichen zu.

Der vierte Teil des Aufsatzes war den Eigenschaften anderer geldpolitischer Indikatoren gewidmet. Mit Ausnahme der Geldmenge M1 vermag keine der untersuchten Alternativen den Bedingungen zu genügen, die ein zuverlässiger Indikator erfüllen muss. Selbst die Geldmenge M1 ist der bereinigten Notenbankgeldmenge als Indikator unterlegen. Im fünften Teil des Aufsatzes wurde die Notwendigkeit einer transparenten, regelgebundenen Geldpolitik betont. Allerdings kann die Regel nicht darin bestehen, die Nationalbank an ein rigides Geldmengenziel zu ketten. Nur ein bedingtes Geldmengenziel stellt eine sinnvolle geldpolitische Regel dar.

Aus diesen Gründen dürfte sich das geltende geldpolitische Konzept auch weiterhin bewähren. Die Nationalbank ist überzeugt, dass ihre – auf die Steuerung der Geldmenge ausgerichtete – Politik bald zu einem Rückgang der gegenwärtig allzu hohen Teuerung führen wird.

Literaturverzeichnis

- Barro, Robert J. und David B. Gordon. 1983. "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy." *Journal of Monetary Economics* 12, July, S. 101 -21.
- Büttler, Hans-Jürg, Franz Ettliln und Eveline Ruoss. 1987. "Empirische Schätzung des Wachstums der potentiellen Produktion in der Schweiz." *Geld, Währung und Konjunktur*. Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank 5, März, S. 61 -71
- Ettliln, Franz. 1989. "Der schweizerische Notenumlauf 1962–1988: Resultate einer ökonomischen Untersuchung aufgrund des Fehler-Korrektur-Ansatzes." *Geld, Währung und Konjunktur*. Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank 7, September, S. 257 -68.
- Fischer, Andreas M. 1989. "Interest Rate Differentials, Money Demand and Regime Changes in Switzerland." Manuskript, Schweizerische Nationalbank.
- Galli, Alexander. 1980. "Die Nachfrage nach Bargeld in der Schweiz." Beilage zum *Monatsbericht der Schweizerischen Nationalbank*.
- Heri, Erwin W. 1986. *Die Geldnachfrage. Theorie und empirische Ergebnisse für die Schweiz*. Berlin und Heidelberg.
- Hermann, Werner und Georg Rich. 1988. "Zinssätze und Wechselkurs in der Schweiz – McKinnons unsichtbare Hand." Otmar Issing (Hrsg.), *Wechselkursstabilisierung, EWS und Weltwährungssystem*. Hamburg, S. 163 -87.
- Kaldor, Nicolas. 1982. *The Scourge of Monetarism*. Oxford.
- Koellreuter, Christoph und Peter Kugler. 1985. "Verbindung von zeitreihenanalytischen Methoden mit einem makroökonomischen Strukturmodell." Heidi Schelbert-Syfrig, Philipp Halbherr und Najib Harabi (Hrsg.), *Makromodelle und Wirtschaftspolitik. Ergebnisse für die Schweiz*. Grösch, S. 53 -84.
- Kohli, Ulrich. 1985. "La demande de monnaie en Suisse: Aspects divers." *Geld, Währung und Konjunktur*. Quartalsheft der SNB 3, Juni, S. 150 -64.
- Kydland, Finn W. und E.C. Prescott. 1977. "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans." *Journal of Political Economy* 85, Juni, S. 473 -91.
- McCallum, Bennett T. 1989. *Monetary Economics. Theory and Policy*. New York and London.
- McKinnon, Ronald I. 1984. *An International Standard for Monetary Stabilization*. International Institute for Economics, Washington D.C.
- 1986. "The Dollar Exchange Rate and International Monetary Cooperation." R.W. Hafer (Hrsg.), *How open is the U.S. Economy?* Lexington und Toronto, S. 211 -31.
- Rich, Georg. 1987. "Swiss and United States Monetary Policy. Has Monetarism Failed?" Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Review* 73, Mai/Juni, S. 3 -16.
- 1990. "Exchange Rate Management under Floating Exchange Rates: A Skeptical Swiss View." *Journal of Banking and Finance* (im Erscheinen begriffen).
- Rötheli, Tobias F. 1988. "Money Demand and Inflation in Switzerland: An Application of the Pascal Lag Technique." Federal Reserve Bank of St.Louis, *Review* 70, Mai/Juni, S. 43 -52.
- Schweizerische Nationalbank. 1986. "Das Geldmengenziel für das Jahr 1987." *Geld, Währung und Konjunktur*. Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank 4, Dezember, S.207 -209.
- 1989. *81. Geschäftsbericht 1988*. Bern
- Swoboda Alexander K. und Hans Genberg. 1985. "Internal and External Factors in the Swiss Business Cycle: 1964 -1981." *Aussenwirtschaft* 40, S. 275 -95.
- Wasserfallen, Walter. 1985. *Makroökonomische Untersuchungen mit rationalen Erwartungen*. Bern und Stuttgart.