

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK  
BANQUE NATIONALE SUISSE  
BANCA NAZIONALE SVIZZERA  
BANCA NAZIUNALA SVIZRA 

# Quartalsheft



# Schweizerische Nationalbank

## Quartalsheft

März

1/2000

18. Jahrgang



## **Inhalt**

4	Übersicht
5	Sommaire
6	Sommario
7	Abstracts
8	<b>Geldpolitische Beschlüsse</b>
10	<b>Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz</b>
11	1 Internationale Rahmenbedingungen
11	1.1 Konjunktur
13	1.2 Monetäre Entwicklung
14	1.3 Konjunkturaussichten
15	2 Monetäre Entwicklung
15	2.1 Zinsen
18	2.2 Wechselkurs
19	2.3 Geldaggregate
21	2.4 Kredite und Kapitalmarkt
23	3 Gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Produktion
23	3.1 Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion
25	3.2 Aussenhandel und Ertragsbilanz
27	3.3 Investitionen
28	3.4 Konsum
29	3.5 Outputlücke und Kapazitätsauslastung
30	4 Arbeitsmarkt
30	4.1 Beschäftigung
31	4.2 Arbeitslosigkeit
33	5 Konsumentenpreise
33	5.1 Teuerung nach Herkunft der Güter
34	5.2 Teuerung nach Gütergruppen
34	5.3 Kernteuerung
35	6 Teuerungsaussichten
35	6.1 Internationale Preisentwicklung und Wechselkurs
36	6.2 Kapazitätsauslastung im Inland
37	6.3 Teuerungsprognosen
38	<b>Zur Geldpolitik im neuen Jahr</b> von Hans Meyer
48	<b>Die Europäische Zentralbank und ihre Geldpolitik</b> von Ernst Baltensperger
74	<b>Geld- und währungspolitische Chronik</b>

## **Geldpolitische Beschlüsse für das zweite Quartal 2000 (S. 8)**

Die Schweizerische Nationalbank beschloss am 23. März 2000, ihre Geldpolitik weiter zu straffen und das Zielband für den Dreimonats-Libor von 1,75%–2,75% auf 2,5%–3,5% anzuheben. Sie reagierte damit auf die zunehmenden Inflationsgefahren, die von der konjunkturellen Beschleunigung und der Wechselkursentwicklung ausgehen.

## **Wirtschafts- und Währungslage (S. 10)**

Die anziehende internationale Konjunktur und die günstigen monetären Rahmenbedingungen führten in der Schweiz im zweiten Halbjahr 1999 zu einer markanten Beschleunigung des Wirtschaftswachstums. Zum Wachstumsschub trugen vor allem die kräftig steigenden Exporte bei. Wie die gesamtwirtschaftliche Produktion nahm auch die Beschäftigung stark zu und die Arbeitslosigkeit bildete sich weiter zurück. Die an den Konsumentenpreisen gemessene Teuerung erhöhte sich im vierten Quartal infolge der massiv gestiegenen Erdölpreise deutlich. Im Januar und Februar bildete sie sich leicht auf 1,6% zurück. Nachdem der Konjunkturaufschwung im In- und Ausland stärker ausgefallen war, als ursprünglich angenommen wurde, nahmen indessen die Teuerungsrisiken insgesamt zu.

Im Dezember 1999 kündigte die Nationalbank erstmals ein Zielband für den Dreimonats-Libor an. Sie setzte das Band auf 1,25%–2,25% fest und strebte zunächst den mittleren Bereich an. Gegen Ende Januar und Anfang Februar straffte die Nationalbank ihren geldpolitischen Kurs leicht. Sie liess den Dreimonats-Libor zunächst an den oberen Rand des Zielbandes steigen, bevor sie das Zielband am 3. Februar um einen halben Prozentpunkt auf 1,75%–2,75% an hob. Ausschlaggebend waren die zunehmenden Inflationsgefahren, die der Schwächeneigung des Frankens gegenüber dem Dollar und der unerwartet kräftigen Belebung der schweizerischen Konjunktur entsprangen.

## **Zur Geldpolitik im neuen Jahr (S. 38)**

Nationalbankpräsident Hans Meyer erläutert in diesem Referat, gehalten an der Universität St. Gallen am 21. Januar 2000, die drei Hauptelemente des Anfang 2000 eingeführten geldpolitischen Konzeptes. Beim ersten Element, der Definition der Preisstabilität, ist zu beachten, dass die Teuerung nicht genau gemessen werden kann. Es ist für die Nationalbank zum anderen praktisch unmöglich, die Inflation exakt zu steuern. Die Nationalbank verfolgt deshalb kein eigentliches Inflationsziel. Das zweite Element, die Inflationsprognose über drei Jahre, bringt die vorausschauende Haltung der Nationalbank zum Ausdruck. Mit dem dritten Element, dem Zielband für die Umsetzung der Geldpolitik, wird von quantitativen Vorgaben am Geldmarkt abgerückt. Mengenvorgaben wurden angesichts der starken Schwankungen bei der Nachfrage der Banken nach Giro Guthaben zusehends schwieriger. Die Nationalbank strebt mit der Festlegung eines Zielbandes keinen zinspolitischen Aktivismus an und wird Zinsschwankungen in einem gewissen Umfang weiterhin zulassen.

## **Die Europäische Zentralbank und ihre Geldpolitik (S. 48)**

Die Europäische Zentralbank (EZB) nahm am 1. Januar 1999 ihre Tätigkeit auf und übernahm damit die Verantwortung für die Formulierung und Durchführung der Geldpolitik für den gesamten europäischen Währungsraum. Dieser Bericht diskutiert und beurteilt die allgemeinen Leitlinien und Prinzipien, auf welche sich die EZB bei der Formulierung ihrer Geldpolitik verlässt. Ausserdem wird auf die kritische Diskussion eingegangen, die im Hinblick auf das geldpolitische Konzept der EZB zwischen Anhängern einer Strategie der Inflationsziele (inflation targeting) und jenen einer Strategie der Geldmengenziele (monetary targeting) geführt wird. Schliesslich wird überprüft, ob aus dieser Diskussion für die Geldpolitik allgemein, und damit auch für die schweizerische Geldpolitik, relevante Erkenntnisse gewonnen werden können.

## **Décisions de politique monétaire pour le 2<sup>e</sup> trimestre 2000 (p. 8)**

La Banque nationale suisse a décidé, le 23 mars 2000, de resserrer davantage les rênes monétaires et de porter la marge de fluctuation du Libor à trois mois de 1,75%–2,75% à 2,5%–3,5%. Elle a ainsi réagi aux dangers inflationnistes croissants, qui découlent de l'accélération de la conjoncture et de l'évolution des cours de change.

## **Situation économique et monétaire (p. 10)**

La conjoncture internationale plus vigoureuse et les conditions-cadres favorables sur le plan monétaire ont conduit, au second semestre de 1999, à une sensible accélération de la croissance économique en Suisse. Cette accélération a découlé avant tout des exportations, en vive expansion. L'emploi a nettement progressé, comme la production globale, et le chômage a continué à se replier. Mesuré aux prix à la consommation, le renchérissement a augmenté, au quatrième trimestre, du fait de la très forte hausse des prix du pétrole. Il a ensuite marqué un léger repli, passant à 1,6% en janvier et en février. Les risques inflationnistes se sont toutefois accrus globalement, l'essor de la conjoncture étant, en Suisse comme à l'étranger, plus vif que ce qui était attendu.

En décembre 1999, la Banque nationale a annoncé pour la première fois la fixation d'une marge de fluctuation pour le Libor à trois mois. Elle l'a fixée à 1,25%–2,25%, tout en précisant qu'elle visait la zone médiane. Vers la fin de janvier et au début de février, la Banque nationale a légèrement resserré les rênes monétaires. Elle a d'abord laissé le Libor passer dans la partie supérieure de la marge de fluctuation et, le 3 février, a porté celle-ci à 1,75%–2,75%. Les dangers inflationnistes croissants à la suite de la tendance à la faiblesse du franc face au dollar et de l'accélération d'une ampleur inattendue de la conjoncture en Suisse l'ont amenée à prendre ces décisions.

## **La politique monétaire à l'aube de la nouvelle année (p. 38)**

Dans un exposé qu'il a présenté à l'Université de Saint-Gall, le 21 janvier 2000, le président de la Direction générale de la Banque nationale, M. Hans Meyer, commente les trois principaux éléments de la stratégie de politique monétaire appliquée depuis le début de l'année. Pour ce qui a trait au premier élément, à savoir la définition de la stabilité du niveau des prix, il rappelle que le renchérissement ne peut être mesuré avec exactitude. En outre, il est quasiment impossible à l'institut d'émission de gérer l'inflation de manière précise. Aussi la Banque nationale ne vise-t-elle pas un objectif d'inflation à proprement parler. Le deuxième élément, à savoir la prévision d'inflation portant sur trois ans, souligne l'attitude prospective de la Banque nationale. La marge de fluctuation du taux d'intérêt à trois mois – troisième élément – sert à la mise en œuvre de la politique monétaire. Elle marque l'abandon des normes quantitatives pour l'approvisionnement en liquidités. Etant donné les fortes fluctuations de la demande d'avoirs en comptes de virements des banques, il était à l'évidence de plus en plus difficile d'opérer avec de telles normes quantitatives. La fixation d'une marge de fluctuation ne signifie pas que la Banque nationale entend passer à une politique active de taux d'intérêt. L'institut d'émission continuera à tolérer des fluctuations de taux d'une certaine ampleur.

## **La Banque centrale européenne et sa politique monétaire (p. 48)**

La Banque centrale européenne (BCE) a commencé son activité le 1<sup>er</sup> janvier 1999. Depuis, elle est chargée de la formulation et de la mise en œuvre de la politique monétaire de l'ensemble de la zone euro. Ce rapport commente et analyse les principes généraux sur lesquels s'appuie la BCE dans la formulation de sa politique monétaire. Il aborde également la discussion entre les partisans d'objectifs en termes d'inflation («inflation targeting») et ceux d'objectifs en termes d'agrégats monétaires («monetary targeting»). Enfin, le rapport examine quels enseignements peuvent être tirés de cette discussion pour la politique monétaire en général et, partant, pour celle de la Suisse.

### **Decisioni di politica monetaria per il secondo trimestre del 2000 (p. 8)**

Il 23 marzo 2000, la Banca nazionale ha optato per un corso più restrittivo della sua politica monetaria, rialzando la fascia di oscillazione per il Libor a tre mesi dall'1,75%–2,75% al 2,5%–3,5%. Con questa decisione, l'istituto d'emissione ha reagito al crescente pericolo d'inflazione derivante dall'accelerazione congiunturale e dall'evoluzione del tasso di cambio.

### **Situazione economica e monetaria (p. 10)**

Il ravvivamento della congiuntura internazionale e le condizioni monetarie favorevoli si sono tradotte nel secondo semestre del 1999 in una netta accelerazione della crescita economica in Svizzera. Il notevole incremento delle esportazioni ha contribuito in modo preponderante a questa fase di vigorosa crescita. Oltre alla produzione economica globale, anche l'occupazione è fortemente cresciuta e la disoccupazione è ulteriormente calata. Il rincaro, misurato con l'indice dei prezzi al consumo, è nettamente aumentato nel quarto trimestre a causa del rialzo massiccio dei prezzi del petrolio; in gennaio e febbraio è quindi ridisceso leggermente, portandosi all'1,6%. Poiché la ripresa congiunturale in Svizzera e all'estero ha nettamente superato le aspettative, il rischio d'inflazione si è complessivamente accresciuto.

Nel dicembre del 1999, la Banca nazionale svizzera ha pubblicato per la prima volta una fascia di oscillazione per il Libor a tre mesi, fissata all'1,25%–2,25%, quale obiettivo intermedio della politica monetaria. In un primo tempo, la Banca ha mirato a mantenere il livello del Libor nella zona mediana di questa fascia; alla fine di gennaio e all'inizio di febbraio, ha quindi conferito alla sua politica monetaria un corso leggermente più restrittivo, acconsentendo dapprima ad un aumento del Libor a tre mesi fino al limite superiore della fascia-obiettivo, per poi rialzare quest'ultima, il 3 febbraio scorso, di mezzo punto percentuale all'1,75%–2,75%. Due sono stati i fattori determinanti alla base di tale decisione: il pericolo d'inflazione legato alla tendenza al deprezzamento del franco svizzero nei confronti del dollaro e il vigore inatteso del ravvivamento congiunturale nel nostro paese.

### **Politica monetaria nel 2000 (p. 38)**

In questo discorso, tenuto il 21 gennaio 2000 all'università di San Gallo, il presidente della Banca nazionale, Hans Meyer, illustra i tre principali elementi della strategia di politica monetaria adottata dall'istituto d'emissione all'inizio del 2000. Per quanto riguarda il primo di essi – la definizione della stabilità dei prezzi – occorre sottolineare che non è possibile misurare esattamente il rincaro. Inoltre, poiché la Banca nazionale non dispone di possibilità pratiche per un esatto controllo dell'inflazione, essa non persegue un obiettivo quantitativo preciso in materia di rincaro. Il secondo elemento – la previsione d'inflazione per un periodo di tre anni – traduce l'atteggiamento previdente della Banca nazionale, mentre il terzo – la fascia-obiettivo per l'attuazione della politica monetaria – rappresenta una modifica rispetto alla fissazione di obiettivi quantitativi sul mercato monetario. Tale operazione, in effetti, è divenuta sempre più difficoltosa, date le forti oscillazioni della domanda di conti giro da parte delle banche. Fissando una fascia-obiettivo, la Banca nazionale non vuole tuttavia fare opera di attivismo in materia di politica dei tassi d'interesse; entro determinati limiti, l'istituto d'emissione continuerà ad ammettere deviazioni rispetto all'obiettivo fissato.

### **Politica monetaria della Banca centrale europea (p. 48)**

Il 1° gennaio 1999, la Banca centrale europea (BCE) ha avviato la sua attività, assumendo la responsabilità di definire ed attuare la politica monetaria per l'intera area monetaria europea. In questo rapporto vengono discussi e valutati i criteri generali e principi sui quali la BCE si basa per definire la sua politica monetaria. Inoltre, in merito alla strategia di politica monetaria della BCE, viene presentato il dibattito insorto tra i fautori di un sistema d'obiettivi riferiti all'inflazione (inflation targeting) e coloro che optano per obiettivi riferiti alla massa monetaria (monetary targeting). Nel rapporto viene infine esaminato se da questa discussione si possano trarre insegnamenti di rilievo per la politica monetaria in generale e quindi anche per la politica monetaria svizzera.



### **Monetary policy decisions for the 2nd quarter 2000 (p. 8)**

On 23 March 2000, the Swiss National Bank decided to further tighten its monetary policy and to increase the target range for the three-month Libor rate from 1.75%–2.75% to 2.25%–3.5%. This step was in response to the growing inflationary dangers emanating from accelerating economic activity and the development of the exchange rate.

### **Economic and monetary developments (p. 10)**

Strengthening international economic activity and the favourable monetary environment caused economic growth to gain considerable momentum in Switzerland in the second half of 1999. Vigorously rising exports were the main factor contributing to the surge in growth. In line with overall economic output, employment levels also moved up significantly while jobless figures continued to fall. The inflation rate measured by consumer prices increased markedly in the fourth quarter in the wake of substantially higher oil prices. In January and February, it again declined slightly to 1.6%. Following a stronger economic upswing both in Switzerland and abroad than had originally been expected, inflation risks, however, grew overall.

In December 1999, the National Bank for the first time announced a target range for the three-month Libor rate. It fixed the target range at 1.25%–2.25%, initially aiming at the middle of the range. Near the end of January and at the beginning of February, the National Bank tightened its monetary policy course somewhat. It first allowed the three-month Libor rate to rise to the upper level before increasing the target range by one-half percentage point to 1.75%–2.75% on 3 February. The decisive factor was the growing inflationary dangers emanating from the weak trend of the Swiss franc vis-à-vis the US dollar and from the unexpectedly vigorous upswing of the Swiss economy.

### **Monetary policy in 2000 (p. 38)**

In a speech delivered at the University of St Gallen on 21 January 2000, the Chairman of the National Bank's Governing Board, Hans Meyer, elaborated on the three main elements of the monetary policy concept introduced at the beginning of 2000. With respect to the first element, the definition of price stability, it must be borne in mind that inflation cannot be measured with complete accuracy. Moreover, it is practically impossible for the National Bank to steer inflation precisely, which is why the National Bank does not pursue an actual inflation target. The second element, the inflation forecast over a period of three years reflects the National Bank's forward-looking stance. The third element, the target range for implementing monetary policy represents a deviation from quantitative standards in the money market. It became increasingly difficult to set such standards in view of the strong fluctuations in the banks' demand for sight deposits. In fixing a target range, the National Bank does not aim at pursuing an active interest rate policy and will continue to permit interest rate fluctuations to a certain extent.

### **The European Central Bank and its monetary policy (p. 48)**

On 1 January 1999, the European Central Bank (ECB) took up its activity and assumed responsibility for formulating and implementing monetary policy for the entire European currency area. This paper discusses and assesses the general guidelines and principles based on which the ECB formulates its monetary policy. The article also deals with the critical discussion surrounding the ECB's monetary policy concept taking place between adherents of a strategy of inflation targeting and adherents of a strategy of monetary targeting. Finally, the study also investigates whether relevant insights may be gained from this discussion for monetary policy in general and therefore also for Swiss monetary policy.



Die Schweizerische Nationalbank beschloss am 23. März 2000, ihre Geldpolitik weiter zu straffen und das Zielband für den Dreimonats-Libor von 1,75%–2,75% auf 2,5%–3,5% anzuheben. Sie reagierte damit auf die zunehmenden Inflationsgefahren, die von der konjunkturellen Beschleunigung und der Wechselkursentwicklung ausgehen. Die Nationalbank kündigte an, den mittleren Bereich des Zielbandes anzusteuern.

Die Nationalbank hatte das Zielband für den Dreimonats-Libor zuletzt am 3. Februar um einen halben Prozentpunkt auf 1,75%–2,75% erhöht. Die nach diesem Zinsschritt bekannt gewordenen Daten zeigen, dass die schweizerische Konjunktur in der zweiten Jahreshälfte 1999 überaus stark an Schwung gewonnen hatte. Diese unerwartet kräftige Wachstumsbeschleunigung ging mit einem deutlichen Anstieg der Beschäftigung und einem weiteren Rückgang der Arbeitslosigkeit einher. Sie ist breit abgestützt. Im Inland belebte sich neben dem privaten Konsum insbesondere die Baunachfrage. Die wichtigsten Impulse gingen aber von den Exporten aus, die von der anziehenden internationalen Konjunktur und dem Rückgang des exportgewichteten Wechselkurses profitierten.

Die vorlaufenden Konjunkturindikatoren deuten darauf hin, dass das von der Nationalbank Ende 1999 prognostizierte Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts von knapp 2% in diesem Jahr deutlich übertroffen werden wird. In der Industrie und in der Bauwirtschaft nahmen der Bestellungseingang und der Auftragsbestand erheblich zu. Die Konsumentenstimmung ist ausgesprochen gut, und auf dem Arbeitsmarkt machen sich zunehmend Knappheiterscheinungen bemerkbar. Ausserdem sind Teuerungsimpulse aus dem Ausland feststellbar. Einerseits erhöht der Rückgang des exportgewichteten Wechselkurses die Importpreise, und andererseits steigen die Produktionskosten infolge der höheren Rohstoffpreise.

Angesichts der dynamischen Konjunkturentwicklung und der anhaltenden Schwächeneigung des Frankens gegenüber dem Dollar haben die Teuerungsriskiken deutlich zugenommen. Liesse die Nationalbank die Zinsen unverändert, könnte die an den Konsumentenpreisen gemessene Teuerung mittelfristig über 2% steigen. Mit der Anhebung des Zielbandes für den Dreimonats-Libor um  $\frac{3}{4}$  Prozentpunkte soll dieser Gefahr entgegengewirkt werden.

# Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

Bericht zuhanden des Direktoriums für die vierteljährliche Lagebeurteilung  
und zuhanden des Bankrats

Der Bericht wurde am 23. März verabschiedet. Später verfügbare Fakten  
wurden soweit als möglich ebenfalls berücksichtigt. Vorquartalsvergleiche  
basieren stets auf saisonbereinigten Daten.

# 1 Internationale Rahmenbedingungen

Die internationale Konjunktur gewann seit Mitte 1999 spürbar an Schwung. Wichtige Impulse gingen weiterhin von der kräftig wachsenden amerikanischen Wirtschaft aus. Zur Besserung des internationalen Konjunkturmufeldes trug aber auch die Erholung in den ostasiatischen Schwellenländern und in Lateinamerika bei. Die weltweite Belebung der Nachfrage führte in Europa im zweiten Halbjahr 1999 zu einer Beschleunigung des Wirtschaftswachstums. In Japan blieb dagegen die konjunkturelle Entwicklung verhalten.

## 1.1 Konjunktur

### Anhaltend starkes Wachstum in den USA

In den USA stieg das reale Bruttoinlandprodukt im vierten Quartal 1999 kräftig und übertraf den entsprechenden Vorjahresstand um 4,5%. Gestützt durch die stark wachsenden verfügbaren Einkommen und die Vermögensgewinne der privaten Haushalte wuchs der private Konsum beschleunigt. Eine bedeutende Wachstumsstütze bildeten ferner die Exporte, die insbesondere von der weltweit starken Nachfrage nach Elektronikgütern profitierten. Dagegen verlor die Investitionstätigkeit infolge der seit Anfang 1999 gestiegenen Zinssätze an Schwung.

Das Wirtschaftswachstum war von einem weiteren Anstieg der Beschäftigung und einem Rückgang der Arbeitslosigkeit begleitet. Im Januar betrug die Arbeitslosenquote 4%. Trotz des angespannten Arbeitsmarktes und der steigenden Lohnkosten blieb

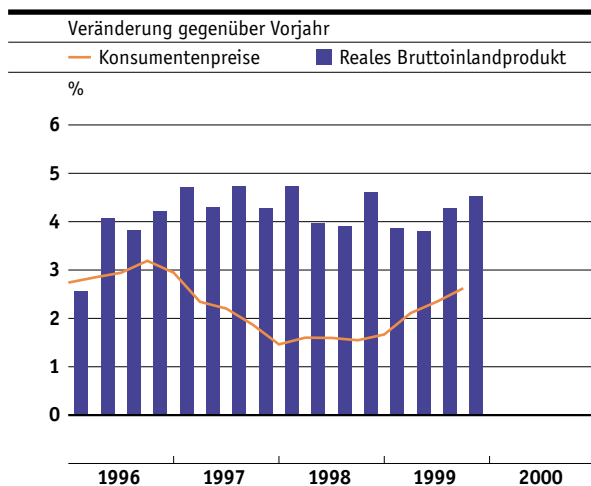
die Teuerung moderat. Teuerungsdämpfend wirkten die erheblichen Produktivitätsgewinne sowie die starke Ausweitung der Kapazitäten in der Industrie; im Jahre 1999 bildete sich die Kapazitätsauslastung trotz der deutlichen Erhöhung der Industrieproduktion leicht zurück.

Die für das erste Quartal 2000 verfügbaren Indikatoren deuten auf eine weiterhin dynamische Wirtschaftsentwicklung hin. Die Industrieproduktion stieg im Vorjahresvergleich verstärkt (5,8%) und die Bestellungen nahmen deutlich zu.

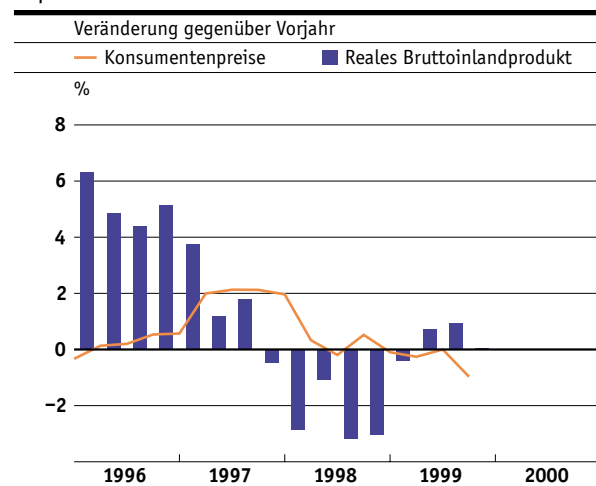
### Zunehmende Dynamik in Europa

Auch in den grossen Industrieländern Europas gewann die Konjunktur im zweiten Halbjahr 1999 an Schwung. Das reale Bruttoinlandprodukt des Euro-Gebiets erhöhte sich im vierten Quartal um 0,9% gegenüber der Vorperiode und übertraf damit den entsprechenden Vorjahresstand um 3,1%. Am ausgeprägtesten fiel die Trendwende in Deutschland und Italien aus, welche die Folgen der Asienkrise besonders stark gespürt hatten. Nachdem das deutsche Bruttoinlandprodukt im Durchschnitt der ersten drei Quartale lediglich um knapp 1% gestiegen war, erhöhte es sich im vierten Quartal um 2,3% gegenüber dem Vorjahr. Die italienische Wirtschaft holte ebenfalls auf (2,1%), wuchs aber deutlich schwächer als die französische Wirtschaft (3,2%). Bemerkenswert kräftig fiel die Erholung auch in Grossbritannien aus; innert Jahresfrist zog das Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts von 0,8% auf 2,7% an.

USA Grafik 1.1



Japan Grafik 1.2



Grafiken 1 und 2: Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)

In den meisten Ländern gingen die konjunkturellen Auftriebskräfte hauptsächlich von den Exporten aus. Die Binnennachfrage blieb aber eine bedeutende Konjunkturstütze. Dies gilt vor allem für Grossbritannien, in zunehmendem Masse aber auch für andere europäische Länder. So gewannen insbesondere in Deutschland der private Konsum und in bescheidenerem Ausmass auch die Bauinvestitionen an Schwung.

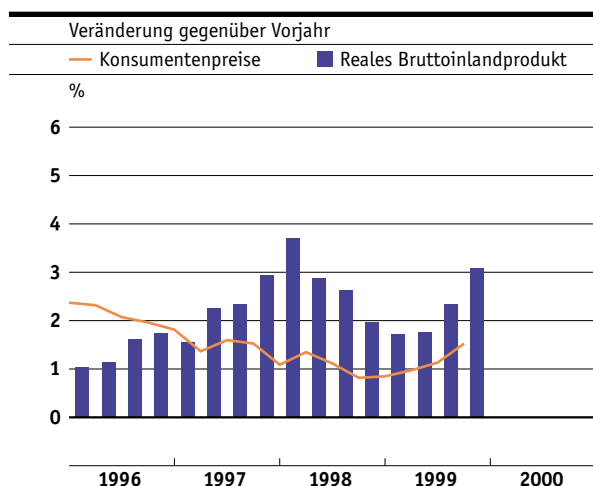
Die zu Beginn des Jahres durchgeführten Umfragen der EU weisen auf einen weiterhin günstigen Konjunkturverlauf hin. Die Produzentenstimmung verbesserte sich deutlich; besonders kräftig stieg der Indikator in Deutschland und Grossbritannien. Auch die Konsumentenstimmung, die während eines grossen Teils des Vorjahres rückläufig gewesen war, erreichte einen neuen Höchststand. Dazu dürfte nicht zuletzt die allmähliche Besserung der Lage auf dem Arbeitsmarkt beigetragen haben. Im Jahre 1999 nahm die Beschäftigung in der EU leicht zu, und die Arbeitslosenquote bildete sich zurück. Im vierten Quartal betrug sie 9,1%, verglichen mit 9,7% ein Jahr zuvor.

### Erneute Konjunkturflaute in Japan

In Japan kam die zaghafte Konjunkturerholung im zweiten Halbjahr 1999 ins Stocken. Das reale Bruttoinlandprodukt bildete sich gegenüber der Vorperiode infolge der rückläufigen öffentlichen Investitionen sowie des flauen privaten Konsums zurück und lag nur noch um 0,5% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Die Exporte, die bis zum dritten Quartal dank der starken Nachfrage aus den ostasiatischen Schwellenländern und den USA kräftig angezogen hatten, verloren im vierten Quartal an Schwung. Bremsend wirkte insbesondere die starke Höherbewertung des Yen. Einen Lichtblick stellte die Verbesserung der Lage in der Industrie dar. Die Industrieproduktion erhöhte sich im zweiten Halbjahr deutlich und übertraf den Vorjahresstand um 3,6%. Die Unternehmen zeigten sich in der Umfrage vom Dezember leicht optimistischer als im Herbst; sie stuften die Lage aber weiterhin als unbefriedigend ein.

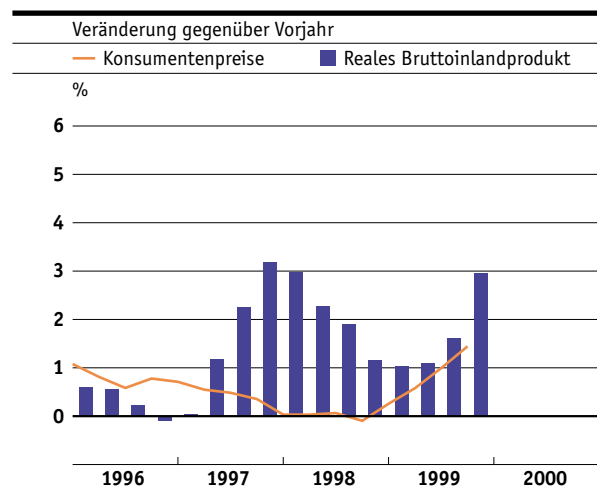
Auf dem Arbeitsmarkt stabilisierte sich die Lage. Die Beschäftigung ging im vierten Quartal nicht mehr weiter zurück und die Arbeitslosenquote betrug unverändert 4,6%. Angesichts der schwachen Binnenkonjunktur leitete die Regierung ein weiteres Konjunkturstimulierungsprogramm – das neunte seit 1992 – in die Wege. Es umfasst ein Volumen von rund 3,5% des Bruttoinlandprodukts und dürfte in der zweiten Hälfte dieses Jahres nachfragewirksam werden.

Euro-Gebiet Grafik 1.3



Quelle: BIZ

Schweiz Grafik 1.4



Quelle: Bundesamt für Statistik (BFS),  
Staatssekretariat für Wirtschaft (seco)

## 1.2 Monetäre Entwicklung

### **Teuerungsanstieg**

Die an den Konsumentenpreisen gemessene Teuerung erhöhte sich in den sieben grössten Industrieländern von Oktober 1999 bis Januar 2000 von durchschnittlich 1,7% auf 1,9%; sie lag damit um 0,7 Prozentpunkte höher als ein Jahr zuvor. Während die Teuerung in den USA nur leicht um 0,1 Prozentpunkte auf 2,7% stieg, zog sie in Grossbritannien deutlich von 1,2% auf 2% und im Euro-Gebiet von 1,4% auf 2% an. Eine Ausnahme bildete Japan, wo das Preisniveau erneut rückläufig war. Die von der OECD ohne Nahrungsmittel und Energie berechnete Teuerung blieb in den grossen Industrieländern unverändert bei 1,4%.

### **Nur moderate Auswirkung der höheren Erdölpreise**

Der Weltmarktpreisindex für Rohöl (gemessen auf Dollar-Basis) lag im Dezember 1999 bei 110 Punkten und übertraf damit den Vorjahresstand um 134%. Dies entspricht der stärksten Zunahme seit dem zweiten Halbjahr 1990, als sich der Rohölpreis-Index im Zuge der Kuwait-Krise innerhalb kurzer Zeit auf 150 Punkte verdoppelte. Eine Verteuerung des Erdöls wirkt auf die Industrieländer, die zumeist Nettoimporteure dieses Rohstoffs sind, tendenziell konjunkturdämpfend. Die negativen Auswirkungen dürften sich jedoch in bescheidenem Ausmass halten, da der Anteil des Erdölverbrauchs am gesamten Konsum der Industrieländer in den neunziger Jahren weiter abnahm. Zudem dürfte die stärkere Importnachfrage der erdölproduzierenden Länder einen Teil der dämpfenden Effekte ausgleichen.

### **Erneute Straffung der Geldpolitik in den USA und in Europa**

Die Zentralbanken der Industrieländer setzten im ersten Quartal ihre Straffung der Geldpolitik, die sie Mitte 1999 eingeleitet hatten, fort. Die amerikanische Zentralbank erhöhte am 2. Februar und am 21. März beide Male den Tagesgeldsatz und den Diskontsatz je um einen viertel Prozentpunkt auf 6% bzw. 5,5%. Sie reagierte damit auf die Inflationsrisiken, die vom kräftigen Wirtschaftswachstum ausgehen. Angesichts der stark anziehenden Binnennachfrage hob auch die Bank von England Mitte Januar und Mitte Februar ihren Leitzins um insgesamt 0,5 Prozentpunkte auf 6% an. Am 3. Februar und am 16. März erhöhte die Europäische Zentralbank (EZB) ihren Leitzins, den Satz für Hauptfinanzierungsge-

schäfte, um je einen viertel Prozentpunkt auf 3,5%. Die EZB begründete die Straffung mit der stärkeren Weltkonjunktur, der hartnäckigen Schwäche des Euro gegenüber dem Dollar und den steigenden Erdölpreisen. Anfang Februar setzten auch die dänische und die schwedische Zentralbank ihre Leitzinsen um 0,25 Prozentpunkte bzw. 0,5 Prozentpunkte auf 3,25% bzw. 3,75% herauf. Mitte März folgte Dänemark dem Schritt der EZB, während Schweden den Leitzins unverändert liess.

### **Unverändert expansive Geldpolitik in Japan**

Die japanische Zentralbank behielt ihre lockere Geldpolitik bei und stellte dem Bankensystem weiterhin nahezu zinslos Liquidität zur Verfügung. Der offizielle Diskontsatz betrug unverändert 0,15%.

### **Weiterer Anstieg der langfristigen Zinssätze**

Das stärkere Wirtschaftswachstum und die in vielen Ländern steigende Teuerung führten bis Januar 2000 zu einem weiteren Anstieg der langfristigen Zinssätze. Nachdem die Zentralbanken ihre Geldpolitik Anfang Februar gestrafft hatten, liessen die Inflationsängste nach und die Lage an den Kapitalmärkten beruhigte sich.

In den USA stiegen die Renditen der zehnjährigen Staatspapiere im Dezember und Januar um insgesamt 0,7 Prozentpunkte auf 6,7% und lagen damit wieder gleich hoch wie vor Ausbruch der Asienkrise im Sommer 1997. Bis Ende Februar bildeten sie sich leicht auf 6,4% zurück. Einen ähnlichen Verlauf wiesen die Kapitalmarktzinsen im Euro-Gebiet auf. Nach einem deutlichen Anstieg auf 5,7% im Januar stabilisierte sich die durchschnittliche Rendite der zehnjährigen Staatsanleihen im Februar auf diesem Niveau. In Grossbritannien erhöhten sich die langfristigen Zinssätze bis Oktober 1999 auf 5,8%. Nach einem vorübergehenden Rückgang im November zogen sie im Februar leicht an. In Japan verharrten die langfristigen Zinssätze seit dem dritten Quartal 1999 bei 1,8%.

## 1.3 Konjunkturaussichten

### Zunehmender Optimismus

Die Wachstumsprognosen für das Jahr 2000 wurden ab dem Herbst 1999 tendenziell nach oben revidiert. Im März betrug die Konsensusprognose<sup>1</sup> für das reale Wachstum der amerikanischen Wirtschaft 4,3%. Sie liegt um 1,2 Prozentpunkte höher als im November 1999 und übertrifft diejenige der OECD deutlich (vgl. Tabelle 1). Für die EU belief sich die Konsensusprognose auf 3,1%, nach 2,9% im November. Im Falle von Japan blieb sie annähernd unverändert bei 0,9%. Die breite Streuung der Prognosen widerspiegelt zudem die grosse Unsicherheit über die konjunkturelle Entwicklung in diesem Land.

Die Inflationsprognosen blieben unverändert. Für die USA und die EU wird für das Jahr 2000 mit einer Teuerung von 2,6% bzw. 1,8% gerechnet.

Prognosen der OECD

Tabelle 1

	Wirtschaftswachstum <sup>2</sup>			Teuerung <sup>3</sup>			Arbeitslosenquote <sup>4</sup>		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001	1999	2000	2001
Europäische Union	2,1	2,8	2,8	1,4	1,8	1,8	9,4	8,8	8,4
Deutschland	1,3	2,3	2,5	0,7	1,4	1,4	9,0	8,7	8,3
Frankreich	2,4	3,0	2,9	0,8	1,2	1,3	11,1	10,3	9,6
Grossbritannien	1,7	2,7	2,3	1,7	2,4	2,3	6,1	6,0	5,9
Italien	1,0	2,4	2,7	1,8	1,8	1,6	11,6	11,2	10,7
USA	3,8	3,1	2,3	1,6	2,3	2,4	4,2	4,2	4,6
Japan	1,4	1,4	1,2	-0,3	-0,3	-0,3	4,7	4,7	4,7
Schweiz	1,4	1,8	2,2	0,8	0,8	1,1	2,8	2,6	2,3
OECD	2,8	2,9	2,6	1,2	1,8	1,8	6,7	6,4	6,3

1 Die Konsensusprognose (Consensus Forecasts) ist eine monatlich von der Consensus Economics Inc. bei rund 200 bedeutenden Unternehmen und Konjunkturforschungsinstituten für rund 20 Länder durchgeführte Umfrage über die erwartete Entwicklung des BIP, der Preise, Zinssätze und anderer Variablen.

2 Reales Bruttoinlandprodukt, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3 Konsum-Deflator, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent; OECD: ohne Hochinflationenländer

4 in Prozent der Erwerbsbevölkerung  
Quelle: OECD Economic Outlook, Dezember 1999



## 2 Monetäre Entwicklung

### 2.1 Zinsen

#### **Höhere Geldmarktzinsen**

Ende 1999 kündigte die SNB erstmals ein Zielband für den Dreimonats-Libor (Zinssatz für dreimonatige Frankenanlagen am Interbankenmarkt in London) an. Das Band, das als Leitplanke für die Geldmarktoperationen der SNB dient, wurde zunächst auf 1,25–2,25% festgelegt. Die SNB hielt ferner fest, sie werde den mittleren Bereich des Zielbandes anstreben. Am 20. Januar beschloss die SNB, ihre Geldpolitik leicht zu straffen und den oberen Bereich des Zielbandes anzusteuern. Am 3. Februar erhöhte sie das Zielband auf 1,75–2,75%. Mit dieser schrittweisen Straffung reagierte die SNB auf die zunehmenden Inflationsgefahren, die der Schwächeneigung des Frankens gegenüber dem Dollar und der unerwartet kräftigen Belebung der schweizerischen Konjunktur entsprangen. Ende Februar betrug der Dreimonats-Libor 2,44%.

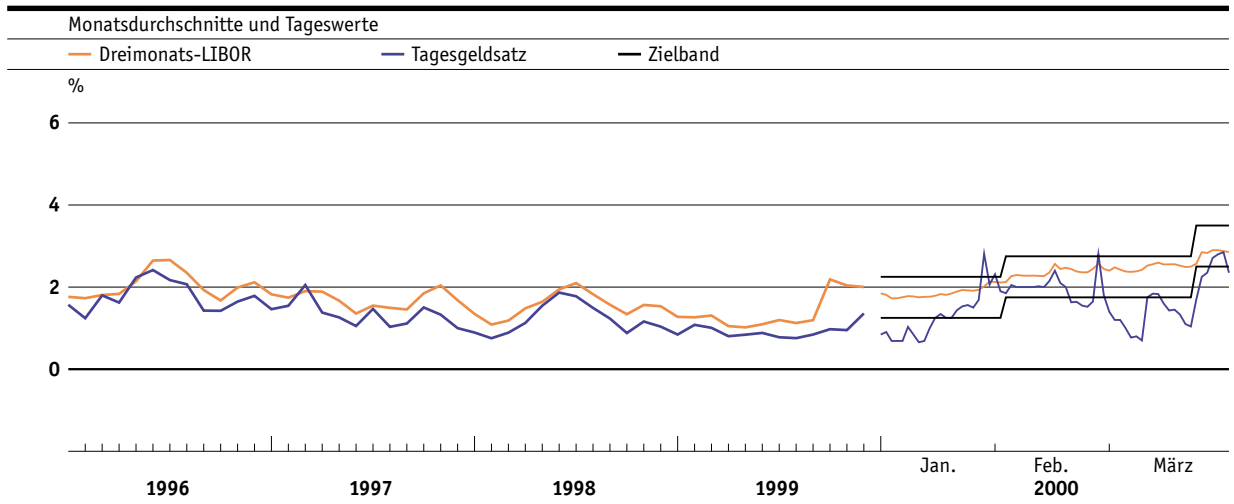
In den letzten Monaten des Jahres 1999 widerspiegelte der Verlauf der Geldmarktzinsen die weit verbreiteten Befürchtungen, Computer-Probleme am Jahresende könnten zu Liquiditätsengpässen führen. Obwohl die Nationalbank früh ihre Bereitschaft signalisiert hatte, auf die zusätzliche Liquiditätsnachfrage flexibel zu reagieren, zogen die Geldmarktsätze für Fälligkeiten nach dem Jahresende deutlich an. Der Dreimonats-Libor stieg im vierten Quartal gegenüber der Vorperiode um 0,9 Prozentpunkte auf durchschnittlich 2,08% und die Emissionsrendite eidgenössischer Geldmarktbuchforderungen um 0,8 Prozentpunkte auf 1,82%. Im Unterschied dazu verringerte sich der Tagesgeldsatz um 0,3 Prozentpunkte auf durchschnittlich 1,09%.

Die dreimonatigen Zinsen stiegen im vierten Quartal im Frankenbereich stärker als bei den ausländischen Währungen. Die Differenz zwischen Euro- und Frankenzinsen verringerte sich gegenüber der Vorperiode um 0,2 Prozentpunkte und betrug im Quartalsdurchschnitt noch 1,35 Prozentpunkte. Im gleichen Zeitraum fiel die Differenz zwischen Dollar- und Frankenzinsen auf 4,06 Prozentpunkte (–0,2 Prozentpunkte), während die Differenz zwischen den Frankenzinsen und den tiefer liegenden Yenzinsen auf 1,78 Prozentpunkte zunahm (+0,7 Prozentpunkte). Im Januar und Februar 2000 setzte sich diese Tendenz fort.

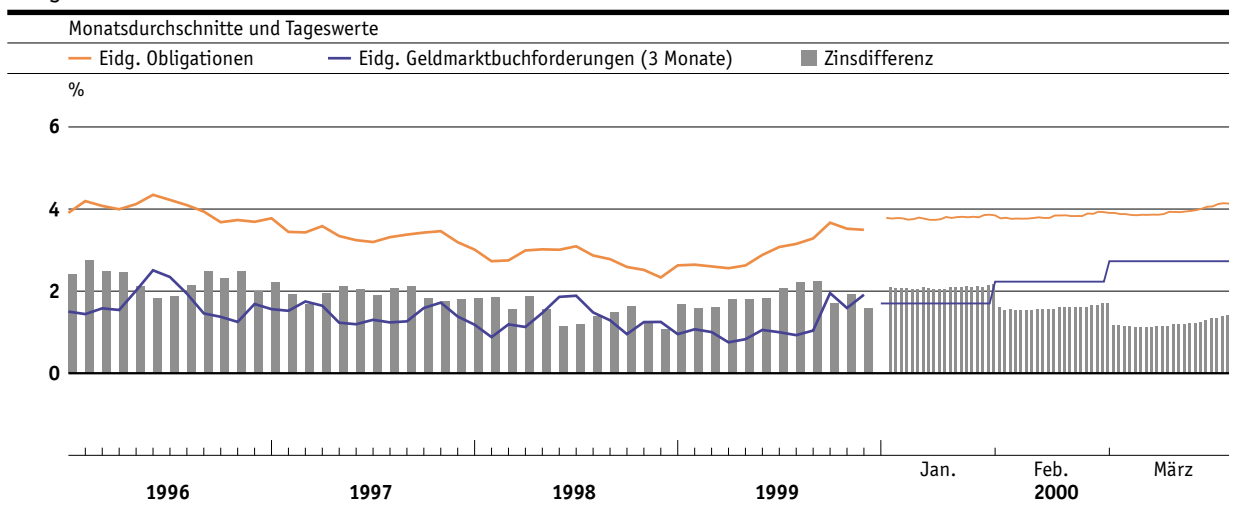
#### **Anstieg der Obligationenrenditen**

Die Durchschnittsrendite eidgenössischer Anleihen betrug im Durchschnitt des vierten Quartals 3,56% und lag damit um 0,4 Prozentpunkte höher als im Vorquartal. Damit fiel der Anstieg deutlich kleiner aus als jener der Geldmarktsätze. Die Differenz zwischen lang- und kurzfristigen Zinssätzen, die in den Vorquartalen noch zugenommen hatte, bildete sich wieder zurück. Die Zinsstruktur deutet indessen nach wie vor darauf hin, dass die Märkte mit steigenden Geldmarktzinsen rechnen.

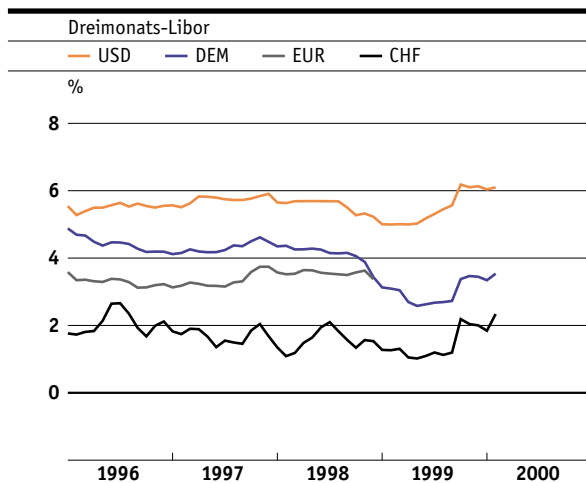
Ähnlich wie die Frankenzinsen am Geldmarkt stiegen auch die schweizerischen Obligationenrenditen im vierten Quartal stärker als die vergleichbaren ausländischen Zinssätze. Die Differenz zu den Renditen von Staatsanleihen der USA und der EU mit zehnjähriger Laufzeit verringerte sich um je 0,1 Prozentpunkte auf 2,58 Prozentpunkte bzw. 1,76 Prozentpunkte. Die Differenz zwischen der Durchschnittsrendite eidgenössischer Obligationen und der tiefer liegenden Rendite japanischer Staatsanleihen stieg um 0,4 Prozentpunkte auf 1,79 Prozentpunkte.



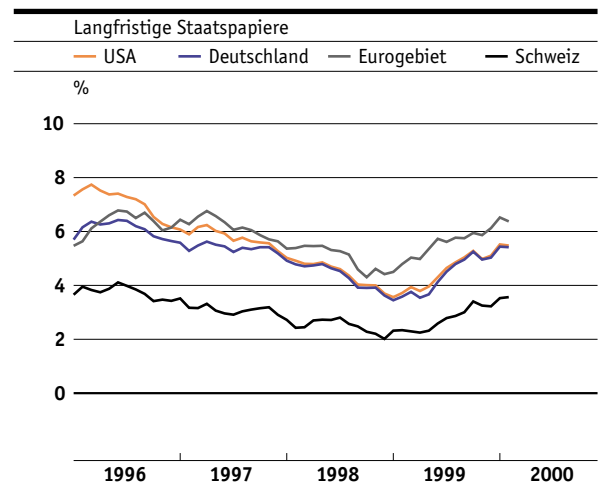
Obligationenrendite und Zinsstruktur



Zinssätze im Ausland



Zinssätze im Ausland



Grafiken 2.1 und 2.3: Quelle: SNB

Grafik 2.2: Eidg. Obligationen: Durchschnittsrendite, berechnet nach Fälligkeit bzw. Kündbarkeit, je nachdem, ob die Kurse unter bzw. über dem Kurs der vorzeitigen Rückzahlung liegen. Geldmarktbuchforderungen: Rendite bei Auktion. Bei mehreren Auktionen pro Monat: letzte des Monats. Quelle: SNB

Grafik 2.4: USA: Rendite der Papiere des amerikanischen Schatzamtes, Laufzeit 10 Jahre, Sekundärmarkt. Deutschland: Umlaufrendite börsennotierter Bundeswertpapiere, Laufzeit 10 Jahre. Schweiz: Durchschnittsrendite der Eidg. Obligationen; siehe Grafik 2.2. Quelle: BIZ

### Hypothekarzinsen, Kassenobligationszinsen, Sparzinsen

Die Hypothekarzinsen der Kantonalbanken entwickelten sich im vierten Quartal uneinheitlich. Während der durchschnittliche Zinssatz auf flexibel verzinslichen alten Hypotheken auf 3,80% sank (Vorquartal: 3,84%), stieg jener auf neuen Hypotheken von 3,80% auf 3,94%. Im gleichen Zeitraum kletterten die Vergütungen der Kantonalbanken auf Kassenobligationen auf durchschnittlich 3,19% (Vorquartal: 2,63%). Die Zinssätze auf Spareinlagen blieben praktisch unverändert bei 1,18%.

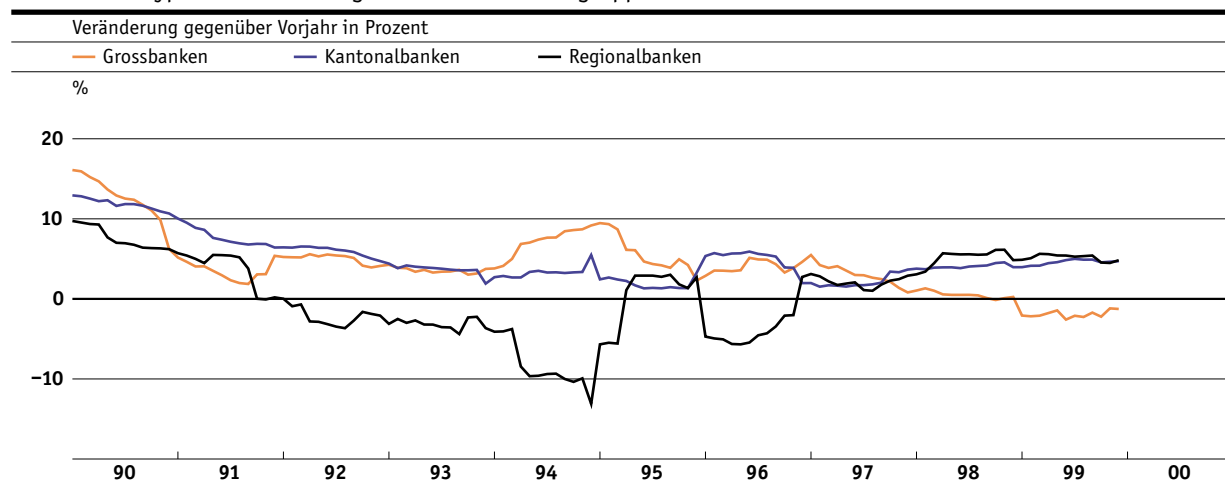
In den ersten beiden Monaten des Jahres 2000 verringerte sich die Differenz zwischen den Zinssätzen auf alten und neuen flexibel verzinslichen Hypotheken, und die Zinssätze auf Kassenobligationen sowie Spareinlagen zogen leicht an.

### Aktienkurse in der Schweiz

Die schweizerischen Aktienkurse, die sich in den ersten drei Quartalen des Jahres 1999 nur wenig verändert hatten, stiegen im vierten Quartal deutlich. Damit lag der Swiss-Performance-Index (SPI) am Ende des Jahres um 11,7% über dem Stand vor Jahresfrist. Im Januar und Februar 2000 büsste der SPI diesen Anstieg allerdings wieder weitgehend ein. Insgesamt leidet die Entwicklung des SPI darunter, dass die Titel jener Branchen, die in den letzten Monaten an allen Börsenplätzen am stärksten gefragt waren, in der Schweiz nur verhältnismässig schwach vertreten sind (Biotechnologie, Halbleiter, Internet, Software, Telekommunikation).

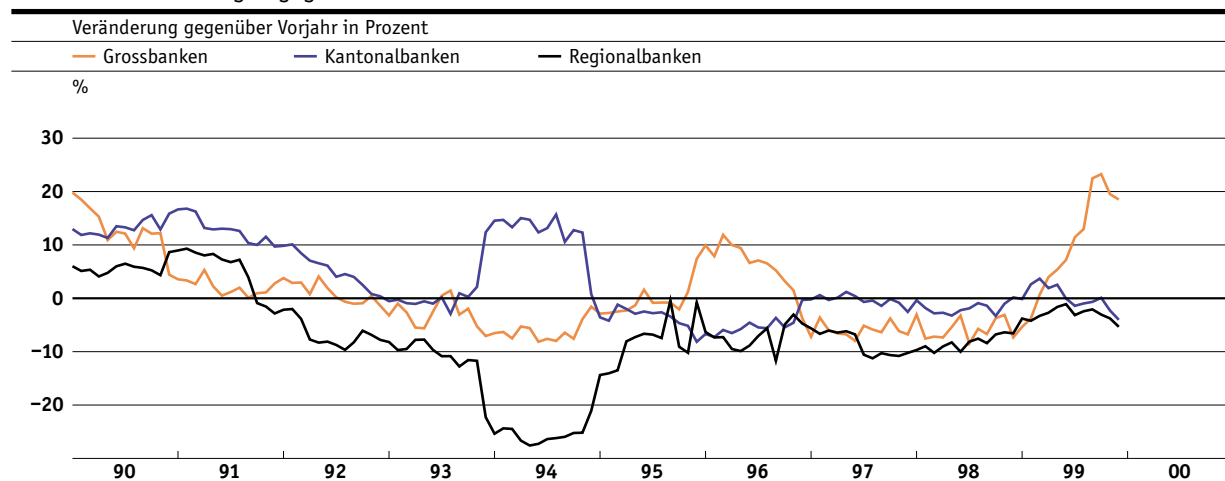
Inländische Hypothekarforderungen einzelner Bankengruppen

Grafik 2.5



Inländische Forderungen gegenüber Kunden

Grafik 2.6



## 2.2 Wechselkurs

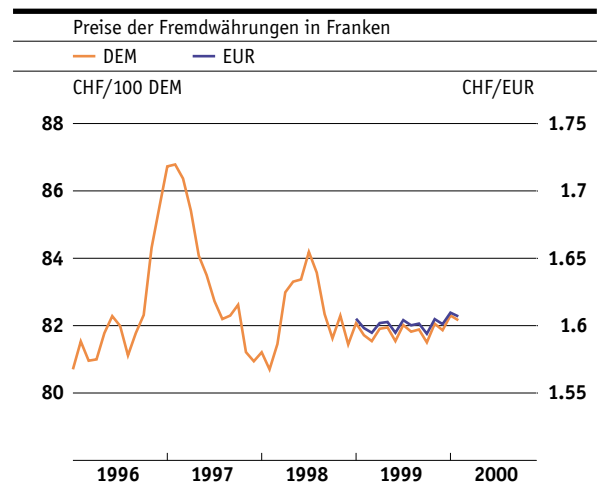
An den Devisenmärkten schwächte sich der Franken gegenüber dem Dollar im Laufe des vierten Quartals kontinuierlich ab. Die Talfahrt setzte sich im Januar und Februar 2000 fort. Auch gegenüber dem britischen Pfund und dem japanischen Yen verlor der Franken an Wert. Hingegen blieb der Frankenkurs des Euro praktisch unverändert.

Die Gründe für die Schwäche des Frankens und des Euro gegenüber dem Dollar dürften vor allem im unterschiedlichen Wirtschaftswachstum liegen. Das starke Produktionswachstum in den Vereinigten Staaten beschleunigte sich im vierten Quartal nochmals, was die Dollarnachfrage stützte und die Zinserwartungen in die Höhe trieb.

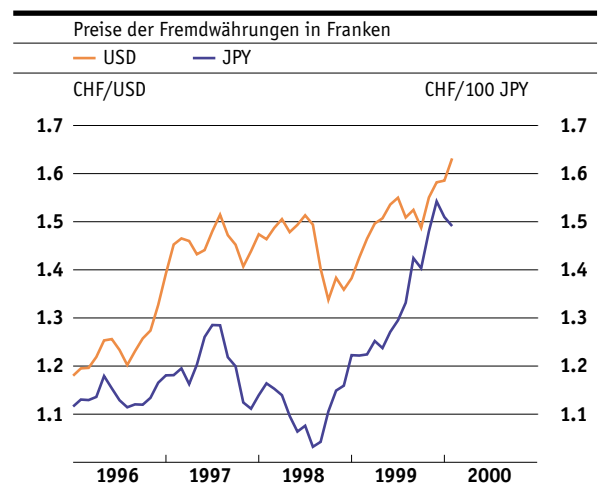
Aufgrund der hohen Stabilität des Frankenkurses gegenüber dem Euro lag der exportgewichtete Aussenwert des Frankens im Durchschnitt des vierten Quartals nur wenig unter dem Vorquartalsniveau (-0,7%). Gegenüber dem Stand vor Jahresfrist verminderte sich der nominelle Aussenwert des Frankens indessen um 3,6%.

Der reale, d. h. um die Inflationsdifferenz zum Ausland bereinigte Aussenwert des Frankens verlor gegenüber dem Vorquartal 0,5% an Wert. Gegenüber dem Vorjahresquartal büsste er 4,2% ein. Die geringen Unterschiede zwischen den nominellen und den realen Veränderungen zeigen, dass die Inflationsdifferenz zwischen der Schweiz und ihren wichtigsten Handelspartnerländern zurzeit ziemlich klein ist. Im Januar und Februar 2000 schwächte sich der Franken sowohl nominell als auch real weiter ab.

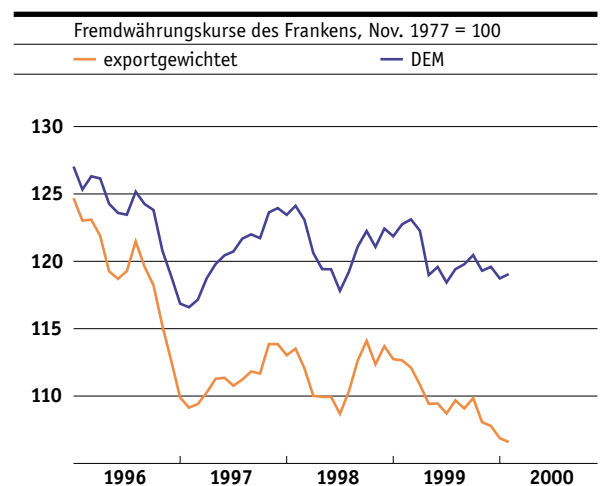
Devisenkurse Grafik 2.7



Devisenkurse Grafik 2.8



Reale Wechselkursindizes Grafik 2.9



Grafiken 2.7, 2.8 und 2.9:  
Quelle: SNB

## 2.3 Geldaggregate

### Schwaches Wachstum der Notenbankgeldmenge

Die Geldaggregate setzten im vierten Quartal ihr moderates Wachstum fort. Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge lag um 1,5% über dem Vorjahresstand. Dieser Anstieg wurde durch eine starke Nachfrage nach Banknoten getragen, die sich in einer Zunahme des Notenumlaufs um 5,8% niederschlug. Nachdem die Nachfrage nach Tausendernoten bereits früher kräftig gestiegen war, zog im vierten Quartal auch die Nachfrage nach den kleineren Notenabschnitten an. Die zweite Komponente der Notenbankgeldmenge, die Giroguthaben der Banken bei der Nationalbank, verringerte sich innert Jahresfrist um 23,7%. Der beschleunigte Rückgang der Giroguthaben im Oktober und November ist zur Hauptsache auf die Einführung des Intraday-Repos zurückzuführen, der es den Banken ermöglicht, ihren Zahlungsverkehr mit geringeren Giroguthaben abzuwickeln.

Die Entwicklung der Notenbankgeldmenge wurde im Dezember und zu Beginn des neuen Jahres durch das Jahr-2000-Problem beeinflusst. Die Befürchtungen, dass sich daraus Liquiditätsengpässe ergeben könnten, führten in erster Linie zu einem Anstieg des Notenumlaufs, der am Jahresende um 11,9% über dem entsprechenden Vorjahresstand lag. Nach dem Jahreswechsel flossen die Noten zunächst nur langsam zurück, so dass die Jahreszuwachsrate des Notenumlaufs auch im Januar und Februar 2000 verhältnismässig hoch blieben (6,4% bzw. 4,5%). Die Notenbankgeldmenge lag damit um rund 3% über dem entsprechenden Vorjahresstand.

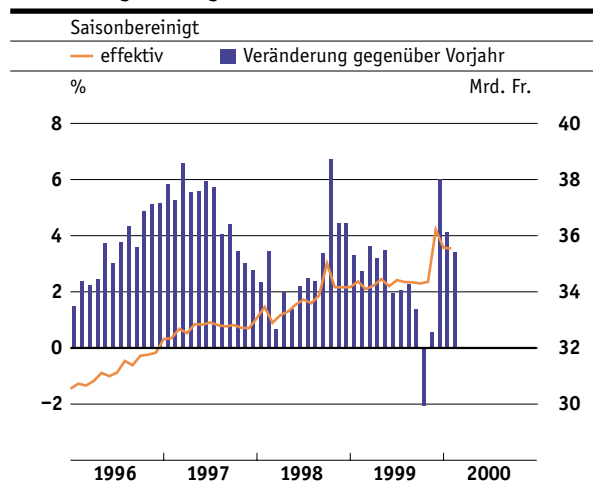
### Schwaches Wachstum von M<sub>3</sub>

Die Geldmenge M<sub>3</sub>, die von der SNB als nützlicher Indikator der längerfristigen Inflationsentwicklung betrachtet wird, lag im Durchschnitt des vierten Quartals um 1,2% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Schon im Jahre 1998 hatte M<sub>3</sub> mit Jahreswachstumsraten von 1,2% und 1,4% nur mässig zugenommen.

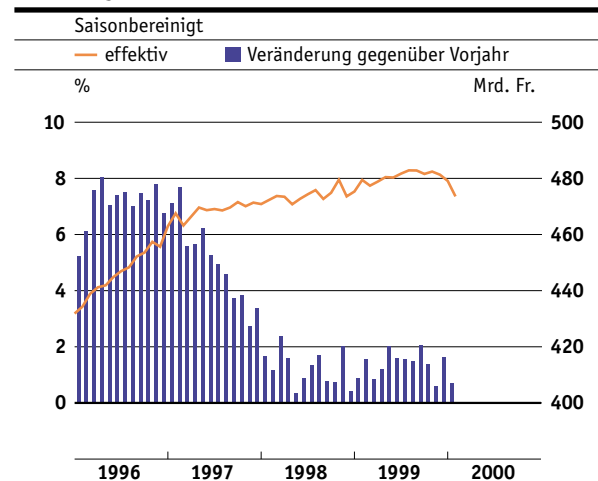
Von den Hauptkomponenten der Geldmenge M<sub>3</sub> lagen die Spareinlagen und die Termineinlagen im vierten Quartal unter dem entsprechenden Vorjahresstand (-2,1% bzw. -7,4%). Im Unterschied dazu nahmen der Bargeldumlauf, die Sichteinlagen und die Einlagen auf Transaktionskonti innert Jahresfrist deutlich zu. Die Geldaggregate M<sub>1</sub> und M<sub>2</sub>, die im Unterschied zu M<sub>3</sub> keine Termineinlagen umfassen, stiegen stärker als die Geldmenge M<sub>3</sub>. Die Geldmenge M<sub>1</sub> legte innert Jahresfrist um 7,9% zu, während M<sub>2</sub>, das zusätzlich zu M<sub>1</sub> auch die Spareinlagen umfasst, um 2,9% zunahm.

Anfang 2000 setzte sich die Abschwächung des Geldmengenwachstums fort. Während die Geldmenge M<sub>1</sub> im Februar ihren Vorjahresstand noch um 2,7% übertraf, verringerten sich M<sub>2</sub> und M<sub>3</sub> um 1,0% bzw. 1,2%.

Notenbankgeldmenge Grafik 2.10



Geldmenge M<sub>3</sub> Grafik 2.11



## Notenbankgeldmenge und ihre Komponenten

Tabelle 2

	1998		1999		1999				2000	
			4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	Dez.	Jan.	Feb.
Notenumlauf <sup>1</sup>	29,6	30,8	30,2	30,6	30,5	30,2	31,9	34,6	33,1	31,6
Veränderung <sup>2</sup>	1,9	4,2	3,0	4,2	3,6	3,2	5,8	9,6	6,3	4,5
Giroguthaben <sup>1</sup>	4,1	3,7	4,5	4,0	3,7	3,6	3,4	3,8	3,1	3,7
Veränderung <sup>2</sup>	9,4	-9,2	18,8	2,7	-3,9	-9,3	-23,7	-15,9	-23,1	-10,3
NBGM <sup>1,3</sup>	33,6	34,5	34,7	34,6	34,2	33,9	35,4	38,3	36,1	35,4
SBNBGM <sup>1,4</sup>	33,7	34,5	34,4	34,2	34,3	34,4	35,0	36,2	35,6	35,5
Veränderung <sup>2</sup>	2,8	2,6	5,2	3,2	2,9	1,9	1,5	6,0	4,1	3,4

## Breit definierte Geldaggregate und ihre Komponenten<sup>5</sup>

Tabelle 3

	1998		1999		1999				2000	
			4. Q.	1. Q. <sup>p</sup>	2. Q. <sup>p</sup>	3. Q. <sup>p</sup>	4. Q. <sup>p</sup>	Dez. <sup>p</sup>	Jan. <sup>p</sup>	Feb. <sup>p</sup>
Bargeldumlauf	1,4	3,0	3,0	3,5	2,6	2,5	3,6	4,1	3,5	5,2
Sichteinlagen	11,2	11,8	12,3	7,5	16,2	15,6	8,4	6,1	5,5	-0,8
Transaktionskonti	6,5	7,6	3,9	4,3	7,5	9,9	9,0	10,1	9,1	6,8
<b>M<sub>1</sub></b>	<b>8,0</b>	<b>9,0</b>	<b>7,8</b>	<b>5,7</b>	<b>11,1</b>	<b>11,6</b>	<b>7,9</b>	<b>7,2</b>	<b>6,5</b>	<b>2,7</b>
Spareinlagen	-0,8	-1,7	-2,1	-2,8	-1,3	-0,8	-2,1	-1,9	-3,5	-4,8
<b>M<sub>2</sub></b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>2,6</b>	<b>1,3</b>	<b>4,7</b>	<b>5,3</b>	<b>2,9</b>	<b>2,6</b>	<b>1,5</b>	<b>-1,0</b>
Termineinlagen	-8,2	-9,0	-6,2	-0,1	-12,9	-14,8	-7,4	-3,1	-3,3	-2,3
<b>M<sub>3</sub></b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>	<b>0,7</b>	<b>-1,2</b>

1 In Mrd. Franken; Durchschnitt aus Monatswerten; Monatswerte sind Durchschnitte aus Tageswerten

2 gegenüber Vorjahr in Prozent  
3 NBGM = Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben

4 SBNBGM = Saisonbereinigte Notenbankgeldmenge = NBGM dividiert durch die entsprechenden Saisonfaktoren

5 Definition 1995, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent  
p provisorisch

## 2.4 Kredite und Kapitalmarkt

### Höheres Kreditwachstum

Die Ausleihungen der Banken an inländische Schuldner lagen Ende 1999 um knapp 6% über dem Stand vor Jahresfrist. Im Vorjahr hatte die Kreditvergabe noch stagniert. Um ein Jahr mit höherem Kreditwachstum zu finden, muss man bis 1990 zurückgehen. Das Wachstum der Inlandkredite lag erneut über jenem des nominalen Bruttoinlandproduktes und bestätigte somit den konjunkturellen Aufschwung der schweizerischen Wirtschaft.

Die einzelnen inländischen Kreditkomponenten – die Kundenforderungen und die Hypothekaranlagen – zeigten auch im vierten Quartal ein uneinheitliches Bild. Während die Hypothekarforderungen der Banken innert Jahresfrist um gut 4% zunahm, stiegen die Forderungen gegenüber Kunden um über 11%.

Das kräftige Wachstum der inländischen Kundenforderungen ist allein auf die Kreditvergabe der Grossbanken zurückzuführen. Diese dehnten ihre Kundenforderungen gegenüber Ende 1998 um knapp 19% aus. Gegenüber den Vorquartalen hat sich das hohe Wachstum allerdings bereits wieder deutlich abgeschwächt. Im Unterschied zu den Grossbanken reduzierten die Kantonalbanken und insbesondere die Regionalbanken ihre inländischen Kundenforderungen. Dafür waren diese beiden Bankengruppen verstärkt im Hypothekargeschäft aktiv. Die Hypothekaranlagen der Kantonal- und der Regionalbanken nahmen zwischen Ende 1998 und Ende 1999 um knapp 5% zu, während jene der Grossbanken um gut 1% sanken. Die unterschiedliche Kreditpolitik führte dazu, dass die ausstehenden Hypothekarforderungen der Kantonalbanken jene der Grossbanken Ende 1999 übertrafen.

Die den Hypothekaranlagen zeitlich vorgelagerten Baukredite lagen am Ende des vierten Quartals erneut tiefer als ein Jahr zuvor.

### Geringere Emissionstätigkeit

Die Emissionen von Obligationen und Aktien am schweizerischen Kapitalmarkt betrugen im vierten Quartal 1999 13,9 Mrd. Franken und fielen damit auf das niedrigste Niveau seit dem vierten Quartal 1997. Nach Abzug der Rückzahlungen blieben 2,4 Mrd. Franken, wovon 0,8 Mrd. auf Aktien und 0,6 Mrd. sowie 1,0 Mrd. auf Obligationenanleihen inländischer bzw. ausländischer Schuldner entfielen. Im Vorquartal hatte die Nettobeanspruchung des schweizerischen Kapitalmarktes 7,7 Mrd. und im vierten Quartal 1998 9,9 Mrd. Franken betragen. Der Rückgang gegenüber dem Vorjahr wird allerdings durch die ausserordentlich hohen Aktienemissionen im vierten Quartal 1998 verzerrt (Teilprivatisierung der Swisscom). Der Rückgang gegenüber dem Vorquartal ist die Folge sowohl niedrigerer Neuemissionen als auch höherer Konversionen.

Damit ergibt sich für das Jahr 1999 eine Nettobeanspruchung des schweizerischen Kapitalmarktes von 34,8 Mrd. Franken (1998: 47,3 Mrd.). Mit Ausnahme der Obligationenanleihen ausländischer Schuldner, die auf hohem Niveau stagnierten, gingen die Neuemissionen gegenüber dem Vorjahr zurück. Gleichzeitig nahmen die Rückzahlungen deutlich zu.

Obwohl die Obligationenrenditen seit dem Frühjahr 1999 wieder leicht gestiegen sind, wurde die frühzeitige Kündigung von Anleihen auch im Jahre 1999 durch das tiefe Zinsniveau begünstigt. Insgesamt übertrafen die Rückzahlungen klar das Volumen der zwei vorangegangenen Jahre und lagen nur geringfügig unter den im Jahr 1996 erzielten Rekordwerten.

	1998	1999	1998	1999			
			4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
<b>Anleihen und Aktien, total</b>							
Emissionswert <sup>1</sup>	83,1	75,5	20,5	21,4	23,9	16,4	13,9
Konversion/Rückzahlung	35,8	40,9	10,7	12,9	7,8	8,7	11,5
Nettobeanspruchung	47,3	34,8	9,9	8,5	16,2	7,7	2,4
<b>Schweizerische Obligationenanleihen</b>							
Emissionswert <sup>1</sup>	30,3	28,7	5,1	7,5	10,0	5,9	5,3
Konversion/Rückzahlung	16,0	19,1	3,5	6,9	4,6	2,9	4,7
Nettobeanspruchung	14,3	9,6	1,6	0,6	5,4	3,0	0,6
<b>Schweizer Aktien</b>							
Emissionswert <sup>1</sup>	11,3	5,0	8,7	0,8	2,4	0,6	1,2
Rückzahlung	3,6	2,6	1,7	0,2	0,9	1,2	0,3
Nettobeanspruchung	7,8	2,4	7,0	0,5	1,5	-0,5	0,8
<b>Ausländische Obligationenanleihen<sup>2</sup></b>							
Emissionswert <sup>1</sup>	41,5	42,0	6,7	13,2	11,5	9,9	7,4
Rückzahlung	16,2	19,2	5,4	5,9	2,3	4,7	6,4
Nettobeanspruchung <sup>3</sup>	25,3	22,7	1,3	7,3	9,2	5,2	1,0

1 nach Liberierungsdatum

2 ohne Fremdwährungs-  
anleihen

3 ohne Konversion



### 3 Gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Produktion

#### 3.1 Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion

##### Beschleunigtes Wirtschaftswachstum

Die anziehende internationale Konjunktur sowie die günstigen monetären Rahmenbedingungen führten in der Schweiz im zweiten Halbjahr 1999 zu einer markanten Beschleunigung des Wirtschaftswachstums. Das reale Bruttoinlandprodukt wuchs im vierten Quartal gegenüber der Vorperiode um 3,7% (auf Jahresbasis hochgerechnet) und lag um 3% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Dies stellt die stärkste Zunahme seit dem vierten Quartal 1997 dar. Im Jahresdurchschnitt stieg das reale Bruttoinlandprodukt um 1,7% und wuchs damit stärker, als noch im Frühjahr 1999 erwartet worden war.

Zum Wachstumsschub am Jahresende trugen vor allem die kräftig steigenden Exporte von Gütern und Dienstleistungen bei, die gegenüber dem Vorjahr um 10% zunahmen. Die Binnennachfrage setzte ihr robustes Wachstum fort, wobei die Impulse sowohl

vom privaten Konsum als auch von den Investitionen ausgingen. Der starke Anstieg der Gesamtnachfrage (4,9%) ging mit einer kräftigen Importtätigkeit einher. Da die Exporte jedoch stärker stiegen, leistete der Aussenhandel wieder einen (kleinen) positiven Beitrag zum Wirtschaftswachstum.

##### Günstige Entwicklung der Industriekonjunktur

Die Entwicklung der Industriekonjunktur weist auf einen robusten Konjunkturaufschwung hin. Der von der KOF/ETH erhobene Sammelindikator «Geschäftsgang in der Industrie» lag im Januar wieder deutlich im positiven Bereich. Dazu trugen gleichermaßen die gegenüber dem Vorjahr deutlich höheren Bestellungen als auch die Erholung der Produktion bei.

Dank dem höheren Auftragseingang nahm auch der Auftragsbestand zu. Er lag wieder ungefähr gleich hoch wie vor dem Ausbruch der Asienkrise. Die Lagerbestände an Fertigprodukten wurden von Oktober bis Januar abgebaut und gelten mittlerweile nur noch als wenig überhöht. Zusammen mit den steigenden Bestellungen deutet dies auf eine erhebliche Ausweitung der Produktion in den nächsten Monaten hin.

#### Bruttoinlandprodukt und seine Komponenten

Preise von 1990; Beiträge in Prozentpunkten zur Veränderung des BIP gegenüber Vorjahr

Tabelle 5

	1998	1999	1998 4. Q.	1999 1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Privater Konsum	1,4	1,3	1,5	1,5	0,9	1,4	1,4
Konsum Staat und Sozialversicherungen	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Anlageinvestitionen	1,1	0,9	1,7	0,7	0,8	1,3	1,0
Bau	0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,3	0,3	0,5
Ausrüstungen	1,0	0,8	1,9	1,1	0,5	1,0	0,5
<b>Inländische Endnachfrage</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>3,2</b>	<b>2,3</b>	<b>1,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>
Lager	1,7	-0,1	1,2	-0,7	-1,1	0,8	0,5
Exporte total	1,9	1,9	-0,2	0,5	1,0	1,7	4,3
<b>Gesamtnachfrage</b>	<b>6,0</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>	<b>5,2</b>	<b>7,1</b>
Importe total	-3,9	-2,4	-3,0	-1,1	-0,6	-3,6	-4,2
<b>BIP</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>3,0</b>

Quelle: BfS, seco

Die breit abgestützte Konjunkturerholung in der Industrie spiegelte sich auch in einer verbesserten Ertragslage.

Die Erholung fiel bei den stark exportorientierten Branchen, die im Jahre 1998 den stärksten Einbruch erlitten hatten, besonders deutlich aus. Erstmals seit zwei Jahren schnitt der Geschäftsgang dieser Branchen wieder leicht besser ab als derjenige der vorwiegend auf den Binnenmarkt ausgerichteten Industriezweige.

### Anhaltend optimistische Erwartungen

Die Unternehmer erwarten für die kommenden Monate einen weiterhin günstigen Geschäftsverlauf. Sowohl die export- als auch die binnenorientierten Unternehmen gehen von steigenden Bestellungen und einer höheren Produktion aus. Sie planen dementsprechend höhere Einkäufe von Vorprodukten. Im Vergleich zu den vorangegangenen Monaten gewannen allerdings diese vorlaufenden Indikatoren nicht mehr weiter an Schwung.

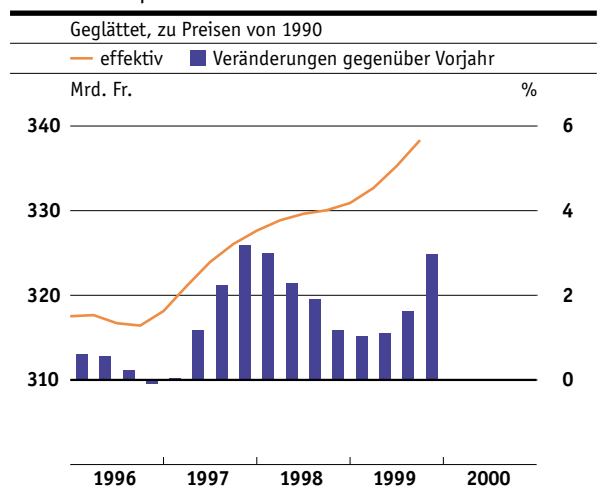
Das von der KOF/ETH berechnete Konjunkturbarometer, das mit einem Vorlauf von sechs bis neun Monaten Auskunft über die künftige Entwicklung des realen Bruttoinlandprodukts gibt, stieg im Januar erneut kräftig. Dies deutet auf eine weiterhin dynamische Konjunkturentwicklung hin.

### BIP-Prognose für das Jahr 2000

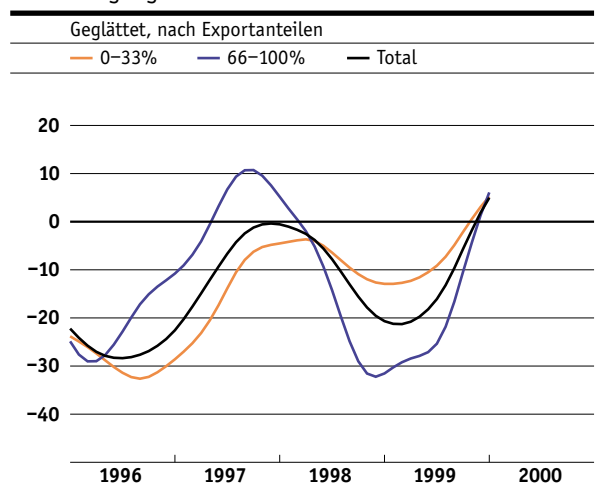
Die Nationalbank rechnete Ende 1999 mit einem Anstieg des realen Bruttoinlandprodukts im Jahre 2000 von 1,8%. Aufgrund des starken Wirtschaftswachstums im vierten Quartal 1999 und der positiven Entwicklung der vorlaufenden Konjunkturindikatoren dürfte das Wachstum in diesem Jahr erheblich höher ausfallen. Die Konsensusprognose<sup>1</sup> für das Wachstum der schweizerischen Wirtschaft, die im Dezember 1999 2% betragen hatte, erhöhte sich im März auf 2,4%.

1 Am vierteljährlichen Business Economists' Consensus (BEC) vom März nahmen 25 Volkswirtschaftler aus 22 Banken, Unternehmen und Konjunkturforschungsstellen teil. Der BEC wird im Auftrag der Vereinigung der Business Economists von der Zürcher Kantonalbank erhoben und ausgewertet.

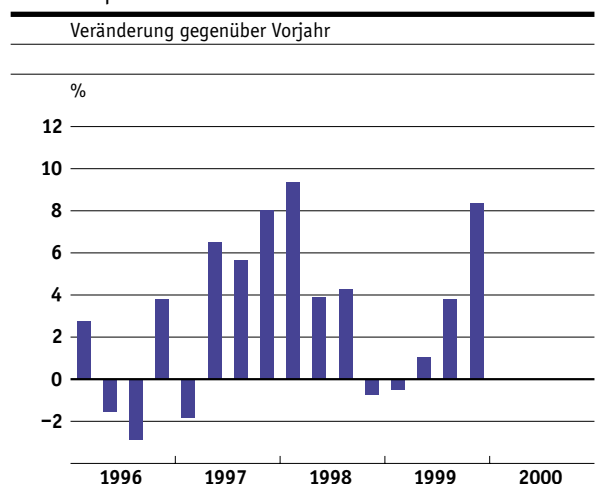
Bruttoinlandprodukt Grafik 3.1



Geschäftsgang in der Industrie Grafik 3.2



Industrieproduktion Grafik 3.3



Grafik 3.1: Quartalsschätzung annualisiert  
Quelle: seco

Grafik 3.3: Quelle Bfs

Grafik 3.2: Der Sammelindikator «Geschäftsgang in der Industrie» setzt sich aus den Ergebnissen folgender vier Fragen zusammen: Bestelleingang und Produktion gegenüber dem Vorjahresmonat sowie den Beurteilungen des Auftragsbestandes und der Fertigfabrikatelage.  
Quelle: Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich (KOF/ETH)

## 3.2 Aussenhandel und Ertragsbilanz

### Stark steigende Güterexporte

Die schweizerische Exportwirtschaft profitierte im zweiten Halbjahr 1999 von der weltweit anziehenden Konjunktur und der Abschwächung des realen exportgewichteten Frankenkurses. Im vierten Quartal lagen die Güterausfuhren arbeitstagbereinigt um 8,6% über dem entsprechenden Vorjahresstand, nach einem Zuwachs von 2,3% in der Vorperiode.<sup>1</sup>

Im Unterschied zum Vorquartal nahmen die Ausfuhren von Investitions- und Konsumgütern mit 7,1% bzw. 11,9% stärker zu als diejenigen von Rohstoffen und Halbfabrikaten (6,5%). Nach Gütergruppen aufgeteilt, gewannen vor allem die Exporte von Industriemaschinen, von Präzisionsinstrumenten und von Pharmaprodukten an Dynamik. Etwas weniger ausgeprägt erholten sich auch die Exporte von Uhren und Schmuck. Dagegen stagnierten die Ausfuhren von Textilwaren, und die Exporte agrochemischer Produkte bildeten sich weiter zurück.

### Steigende Exporte in die EU

Nach Regionen gegliedert, zogen die (nominalen) Ausfuhren in die EU an. Sie übertrafen den entsprechenden Vorjahresstand um 7,6%, nach einem Zuwachs von 1,7% in den ersten drei Quartalen. Besonders stark erhöhten sich die Lieferungen nach Italien und Österreich sowie in die Benelux-Länder. Auch die Ausfuhren nach Deutschland nahmen zu, doch fiel der Zuwachs mit 5,9% weniger stark aus.

**Reale Ausfuhren nach Verwendungszweck<sup>2</sup>**  
Veränderungen gegenüber Vorjahr in Prozent<sup>3</sup>

Tabelle 6

	1998 <sup>4</sup>	1999	1998				1999	
			4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
Total	4,7	3,4	-1,2	0,1	1,0	2,3	10,3	
Rohstoffe und Halbfabrikate	4,6	2,0	-0,9	-3,4	-2,5	5,7	8,1	
Investitionsgüter	6,3	2,6	-2,5	1,5	-0,1	0,4	8,6	
Konsumgüter	3,3	5,4	-1,1	1,6	5,1	1,6	13,4	
Ausfuhrpreise	-0,9	1,3	-1,7	0,2	-1,0	2,9	3,2	

**Reale Einfuhren nach Verwendungszweck<sup>2</sup>**  
Veränderungen gegenüber Vorjahr in Prozent<sup>3</sup>

Tabelle 7

	1998 <sup>4</sup>	1999	1998				1999	
			4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
Total	8,1	8,4	7,4	6,7	4,8	11,3	10,6	
Rohstoffe und Halbfabrikate	5,0	3,7	-1,9	-1,9	1,7	2,8	12,1	
Investitionsgüter	12,2	12,4	17,0	15,3	8,5	19,2	6,4	
Konsumgüter	9,7	10,2	7,9	8,6	5,7	13,2	13,6	
Einfuhrpreise	-4,1	-2,1	-3,4	-3,2	-2,9	-2,5	0,2	

1 Im Abschnitt 3.2 werden die arbeitstagbereinigten Werte kommentiert. Das vierte Quartal 1999 wies einen Arbeitstag mehr auf als das vierte Quartal 1998, so dass die arbeitstagbereinigten Zuwachsraten des Aussenhandels um etwa 1,5 Prozentpunkte tiefer

liegen als die offiziell ausgewiesenen unbereinigten Daten. Die offiziellen Werte finden sich in Tabelle 6 und 7 sowie in Grafik 3.5.

2 Ohne Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine sowie Kunstgegenstände und Antiquitäten (Total 1)

3 nicht arbeitstagbereinigt  
4 revidiert  
Quelle: Eidg. Oberzolldirektion

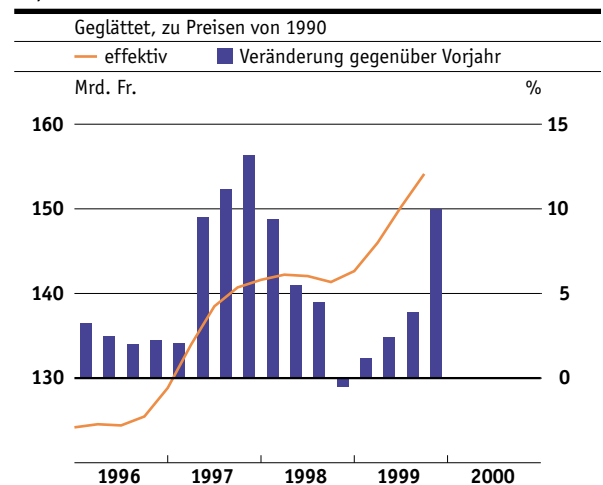
### Kräftige Nachfrage aus den USA

Deutlich stärker als die Exporte in den EU-Raum erhöhten sich diejenigen in die aussereuropäischen Industrieländer sowie in die Schwellenländer. Die Ausfuhren in die USA lagen um 25,4% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Gestützt durch die starke Höherbewertung des Yen nahmen auch die Ausfuhren nach Japan stark zu (15,9%), nachdem sie im bisherigen Jahresverlauf nur moderat gewachsen waren. Noch stärker erhöhten sich indessen die Lieferungen in die ostasiatischen Schwellenländer (33,2%). Sie lagen damit wertmässig wieder etwa gleich hoch wie im zweiten Quartal 1997, d.h. vor Ausbruch der Asienkrise. Eine Erholung zeichnete sich auch bei den Exporten in die mitteleuropäischen und in die Erdöl exportierenden Länder ab.

### Wachsende Importe

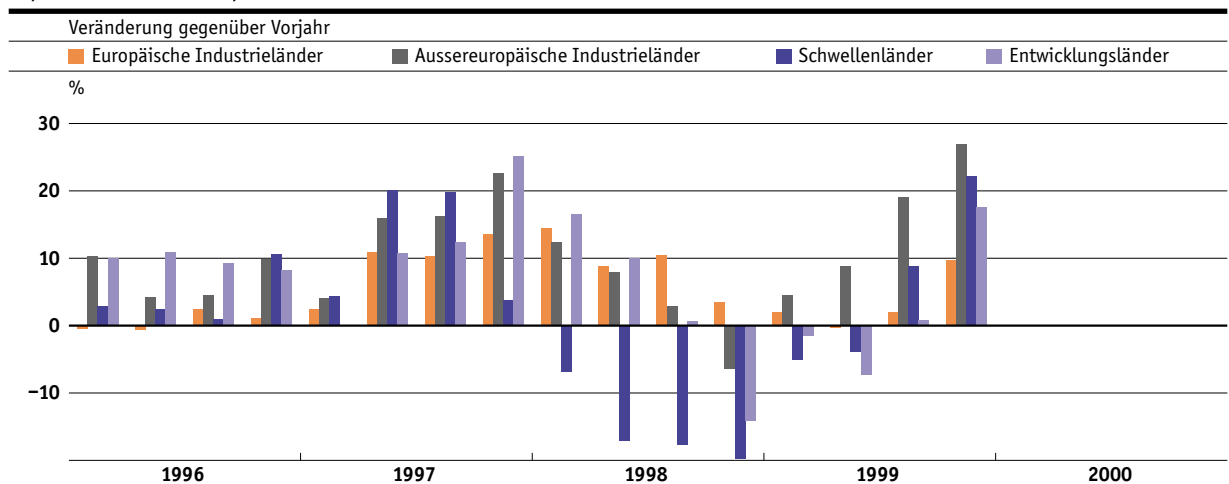
Die realen Importe von Gütern wuchsen im vierten Quartal gegenüber dem Vorjahr weiterhin kräftig (9,1%). Während die Einfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten stark anzogen (10,6%) und diejenigen von Konsumgütern kräftig stiegen (12,1%), verlangsamte sich das Wachstum der Investitionsgüterimporte von 12,2% im dritten auf 4,9% im vierten Quartal. Dieses schwächere Wachstum widerspiegelt zu einem grossen Teil den Rückgang der Flugzeugimporte. Auch ohne diese volatile Komponente fiel indessen der Zuwachs der Investitionsgüterimporte geringer aus. Während die Einfuhren von Computern mit 18% nur leicht schwächer wuchsen, lagen die Importe von Industriemaschinen lediglich um 1,6% über dem entsprechenden Vorjahresstand.

Exporte Grafik 3.4



Exporte nach Handelspartnern

Grafik 3.5



Ohne Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine sowie Kunstgegenstände und Antiquitäten (Total 1).  
Quelle: Eidg. Oberzolldirektion

Grafik 3.4: Quartalschätzung annualisiert, inkl. Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine sowie Kunstgegenstände und Antiquitäten (Total 2).  
Quelle: seco

### Steigende Export- und Importpreise

Die an den Mittelwerten gemessenen Ausführpreise lagen im vierten Quartal um 3,2% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Der Preisanstieg ist vor allem auf Sortimentsverschiebungen bei den Pharmaprodukten und Schmuckwaren zugunsten teurerer Produkte zurückzuführen und widerspiegelt keine allgemeine Anhebung der Exportpreise. Bei den Importpreisen kam der Preisrückgang zum Stillstand. Sie lagen auf dem gleichen Stand wie vor Jahresfrist, nach einem Rückgang von durchschnittlich 2,9% in den ersten drei Quartalen. Diese Entwicklung ist in erster Linie auf den starken Preisanstieg beim Erdöl zurückzuführen (46,8%).

### Ertragsbilanz

Sowohl die Güterexporte als auch die Güterimporte nahmen im vierten Quartal gegenüber der Vorjahresperiode markant zu (14,5% bzw. 10,1%).<sup>1</sup> Die Handelsbilanz wies damit einen Überschuss von 0,6 Mrd. Franken auf, im Vergleich zu einem Defizit von 0,7 Mrd. Franken im vierten Quartal 1998. Der Aktivsaldo der Dienstleistungsbilanz stieg um 1 Mrd. auf 5,4 Mrd. Franken. Dabei lagen die Kommissions-einnahmen der Banken beträchtlich über dem Vorjahresniveau, und auch die Einnahmen aus dem Fremdenverkehr nahmen zu. Der Aktivsaldo der Arbeits- und Kapitaleinkommen erhöhte sich um 2,5 Mrd. auf 7 Mrd. Franken. Zu diesem Wachstum trugen vor allem die höheren Nettoerträge aus den Portfolioanlagen und aus den Direktinvestitionen bei. Damit resultierte im vierten Quartal ein Überschuss der Ertragsbilanz von 11,5 Mrd. Franken, gegenüber 6,6 Mrd. Franken vor Jahresfrist.

Im Jahre 1999 stieg der Ertragsbilanzüberschuss auf die Rekordhöhe von 43,9 Mrd. Franken und lag damit um 9,3 Mrd. Franken über dem Vorjahresniveau; in Prozenten des nominellen Bruttoinlandproduktes betrug er 11,3%.

## 3.3 Investitionen

Im vierten Quartal 1999 wuchsen die Anlageinvestitionen weiter. Sie lagen um 3,4% über dem entsprechenden Vorjahresstand, nach einer Zunahme von 4,7% im dritten Quartal. Gemäss den revidierten Daten schwächte sich das Jahreswachstum der Ausrüstungsinvestitionen zwar ab, jedoch nicht so stark, wie die Schätzungen für das dritte Quartal zunächst vermuten liessen. Dagegen setzten die Bauinvestitionen ihre Aufwärtsbewegung fort und expandierten etwas stärker als in der Vorperiode.

### Anhaltendes Wachstum der Bauinvestitionen

Die realen Bauinvestitionen wuchsen im vierten Quartal um 3,6% gegenüber dem Vorjahr. Die Angaben des Schweizerischen Baumeisterverbandes (SBV) zur Bautätigkeit nach Bausparten zeigen, dass diese Erholung breit abgestützt war und die Impulse gleichermaßen vom industriell-gewerblichen Bau, vom Wohnungsbau und vom öffentlichen Hoch- und Tiefbau ausgingen. Die Auftragsentwicklung deutet auf eine weiter anziehende Bautätigkeit hin. Im vierten Quartal lag der Bestellungseingang in sämtlichen Sparten deutlich über dem Vorjahresstand, wobei die Nachfrage im Tiefbau sowie im öffentlichen Hochbau überdurchschnittlich stark stieg.

Ertragsbilanz Salden in Mrd. Franken

Tabelle 8

	1998 <sup>2</sup>	1999 <sup>3</sup>	1998 <sup>1</sup>	1999 <sup>2</sup>			
			4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Waren	-2,2	-0,2	-0,7	-0,6	0,1	0,0	0,3
Spezialhandel	-1,8	0,7	-0,7	-0,3	0,2	0,1	0,6
Dienste	19,0	21,3	4,4	6,0	4,9	5,0	5,4
Fremdenverkehr	1,0	0,6	-0,1	1,0	-0,3	0,0	-0,1
Arbeits- und Kapitaleinkommen	23,2	28,2	4,5	4,5	8,2	8,4	7,0
Kapitaleinkommen	29,7	34,8	6,1	6,2	9,9	10,0	8,7
Laufende Übertragungen	-5,4	-5,4	-1,5	-1,4	-1,4	-1,3	-1,3
<b>Total Ertragsbilanz</b>	<b>34,6</b>	<b>43,9</b>	<b>6,6</b>	<b>8,6</b>	<b>11,9</b>	<b>12,0</b>	<b>11,5</b>

1 Im Unterschied zu den Aussenhandelszahlen nach Verwendungszweck und Regionen umfasst die Ertragsbilanz auch die Ein- und Ausfuhren von Edelmetallen, Edel- und Schmucksteinen sowie Kunstgegenständen und Antiquitäten (Total 2).

2 revidiert  
3 Schätzung

Die Indikatoren des vierteljährlichen Bautests der KOF/ETH bestätigten dieses günstige Bild: Das Bauhauptgewerbe beurteilte sowohl die Geschäftslage als auch den Auftragsbestand besser. Im Tiefbau sowie besonders im Hochbau erwarten die Bauunternehmer für das erste Quartal 2000 und die mittlere Frist steigende Auftragseingänge. Beide Gruppen planen ausserdem eine Erhöhung der Beschäftigung und rechnen mit steigenden Preisen.

#### Stabilisierung der Immobilienpreise

Gemäss den von Wüest & Partner erfassten Immobilienpreisindizes zeichnete sich bei der Preisentwicklung eine Trendwende ab. Die Verkaufspreise für Eigentumswohnungen stiegen im vierten Quartal und übertrafen den Vorjahresstand um 0,7%. Die Angebotspreise für Einfamilienhäuser lagen um 1,7% über dem Vorjahresstand, während der Preisindex der Büroflächen innert Jahresfrist um 0,7% zunahm. Von einem tiefen Niveau ausgehend waren bei den Büroflächen an zentraler Lage angesichts der einsetzenden Angebotsverknappung bereits markante Preissteigerungen auszumachen.

#### Weiterhin robuste Ausrüstungsinvestitionen

Trotz einer häufig wechselnden Dynamik zeigte der Trend der Ausrüstungsinvestitionen bis zum Jahresende nach oben. Im vierten Quartal lagen sie um 3,3% höher als vor Jahresfrist.

Während die Nachfrage nach ausländischen Investitionsgütern angesichts der ausgeprägten Schwäche des Frankens gegenüber dem Dollar an Schwung verlor, zog diejenige nach inländischen Investitionsgütern an. So nahm der Auftragseingang

in der Maschinenindustrie aus dem Inland im vierten Quartal gegenüber dem Vorjahr um 28% zu, nach 3,1% im dritten Quartal.

### 3.4 Konsum

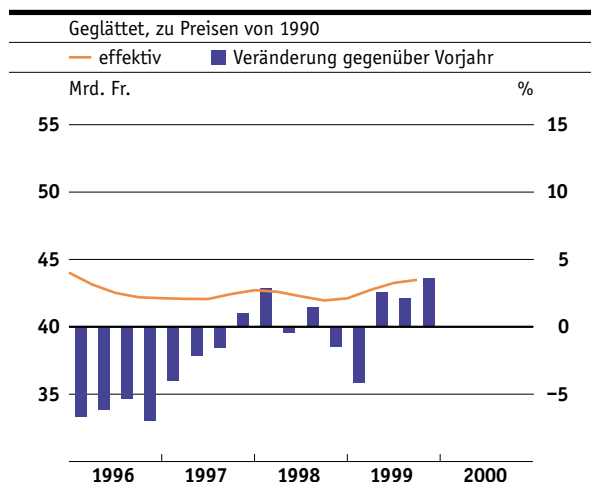
#### Günstige Entwicklung des privaten Konsums

Die privaten Konsumausgaben bildeten weiterhin eine wichtige Konjunkturstütze. Im vierten Quartal lagen sie um 2,3% über dem entsprechenden Vorjahresstand und wuchsen damit etwa gleich stark wie in der Vorperiode.

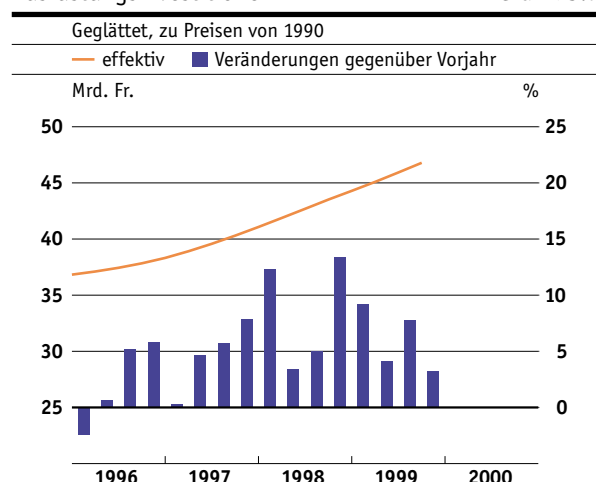
Die günstige Entwicklung des privaten Konsums widerspiegelte sich auch in den realen Detailhandelsumsätzen, die im vierten Quartal gegenüber dem Vorjahr um 1,1% stiegen. Während die (nominellen) Umsätze von Nahrungsmitteln und Getränken überdurchschnittlich stark wuchsen, nahmen die Verkäufe von dauerhaften Konsumgütern wie Computern und Fahrzeugen gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode nur wenig zu. Das im Vergleich zu den gesamten Konsumausgaben tendenziell geringere Wachstum der Detailhandelsumsätze widerspiegelt die Verlagerung der Konsumausgaben zugunsten des Dienstleistungskonsums.

Der Dienstleistungskonsum im Bereich des Gastgewerbes und der Hotellerie entwickelte sich im vierten Quartal ausgesprochen günstig. Die Zahl der Übernachtungen inländischer Gäste lag um 4,2% höher als vor Jahresfrist (3. Quartal: 2,2%). Gleichzeitig verbesserte sich der Geschäftsgang der Gaststätten in den grossen Städten gemäss der Umfrage der KOF/ETH deutlich.

Bauinvestitionen Grafik 3.6



Ausrüstungsinvestitionen Grafik 3.7



Grafik 3.6 und 3.7:  
Quartalschätzung annualisiert  
Quelle: seco

### Stark verbessertes Konsumklima

Die vom Seco vierteljährlich erhobene Konsumentenstimmung stieg im Januar 2000 auf den höchsten Stand seit zehn Jahren. Eine wachsende Zahl von Haushalten beurteilte die Konjunkturlage und die finanziellen Verhältnisse als günstig und schätzte die konjunkturellen Aussichten optimistisch ein. Gemäss den Umfragen der KOF/ETH erwarten sowohl der Detailhandel als auch das Gastgewerbe in den kommenden drei Monaten steigende Umsätze.

## 3.5 Outputlücke und Kapazitätsauslastung

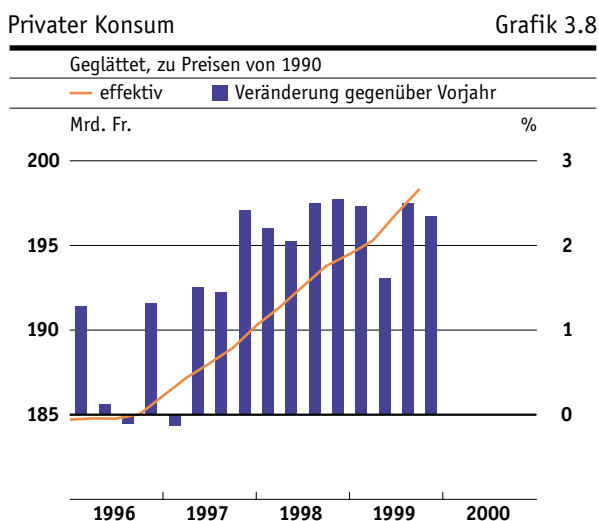
Für die Einschätzung der Konjunkturlage ist die Entwicklung des Auslastungsgrads der gesamtwirtschaftlichen Produktionsfaktoren ein nützlicher Indikator. Er ist auch hilfreich zur Beurteilung der Teuerungsrisiken, da Preis- und Lohnsteigerungen bei hoher Auslastung wahrscheinlicher sind als bei einer tiefen Auslastung der Kapazitäten.

### Kleinere Outputlücke

Ein Indikator für den Auslastungsgrad der gesamtwirtschaftlichen Produktionsfaktoren ist die Outputlücke. Sie misst die prozentuale Abweichung des realen Bruttoinlandprodukts vom Produktionsniveau, das bei Normalauslastung aller Produktionsfaktoren erreicht werden könnte. Dieses mögliche Produktionsniveau wird als Produktionspotenzial bezeichnet und mit Hilfe ökonometrischer Modelle geschätzt. Übertrifft das effektive Bruttoinlandprodukt das Produktionspotenzial, besteht eine positive Outputlücke, liegt es darunter, liegt eine negative Produktionslücke vor. Gemäss den Schätzungen der Nationalbank beträgt das Wachstum der potenziellen Produktion gegenwärtig rund 1,7% (auf Jahresbasis hochgerechnet). Das effektive reale Bruttoinlandprodukt stieg im vierten Quartal mit 3,7% doppelt so stark, so dass sich die seit dem Jahre 1993 bestehende negative Outputlücke deutlich zurückbildete. Im vierten Quartal betrug sie noch -1%, nach schätzungsweise -1,6% zu Beginn des Jahres 1999.

### Unveränderte Kapazitätsauslastung in der Industrie

Der von der KOF/ETH im Rahmen des vierteljährlichen Konjunkturtests erhobene Auslastungsgrad der technischen Kapazitäten ist ein zusätzlicher Indikator, der sich allerdings auf den Industriesektor beschränkt. Im vierten Quartal blieb die Auslastung der technischen Kapazitäten bei 81,6%. Obwohl sie deutlich unter dem langfristigen Durchschnittswert von 84% lag, beurteilte erstmals seit Anfang der neunziger Jahre eine (kleine) Mehrheit der Unternehmen die verfügbaren Kapazitäten als zu klein. Die Unternehmen dürften bei der Einschätzung der Kapazitäten von der erwarteten Produktionsentwicklung ausgehen. Damit deutet dieses Ergebnis auf eine optimistische Einschätzung der Produktionsaussichten hin. Gleichzeitig kann auch mit einer zunehmenden Investitionstätigkeit gerechnet werden.



Grafik 3.8:  
Quartalschätzung annualisiert  
Quelle: seco

## 4 Arbeitsmarkt

### 4.1 Beschäftigung

#### Kräftig steigende Beschäftigung

Wie die gesamtwirtschaftliche Produktion nahm auch die Beschäftigung im vierten Quartal 1999 kräftig zu. Saisonbereinigt stieg die Zahl der Arbeitsplätze gegenüber der Vorperiode um 0,7% und übertraf damit den entsprechenden Vorjahresstand um 1,5% (3. Quartal: 0,8%). Die Vollzeitbeschäftigung und die Beschäftigung mit einem Pensum von 50–89% erhöhten sich um 0,7% bzw. 0,9%, während diejenige mit einem Pensum von weniger als 50% um 0,2% sank. Im Vorjahresvergleich wuchsen die drei Kategorien um 1%, 5,8% und 0,3%.

Die Beschäftigung nahm in allen Sektoren der Wirtschaft zu. Im Dienstleistungssektor stieg sie um 0,6% gegenüber der Vorperiode und lag damit um 1,7% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Erstmals seit Anfang 1998 erhöhte sich die Zahl der Arbeitsplätze auch in der Industrie wieder (0,6%). Sie übertraf damit den Vorjahresstand um 0,4%.

Nach einem Unterbruch im dritten Quartal setzte sich in der Bauwirtschaft die positive Beschäftigungsentwicklung fort; im Vergleich zum vierten Quartal 1998 stieg die Beschäftigung um 2,6%.

#### Günstige Beschäftigungsaussichten

Die Beschäftigung dürfte in den nächsten Monaten weiter deutlich steigen. Gemäss der vierteljährlichen Umfrage der KOF/ETH nahmen die personellen Überkapazitäten in der Industrie ab, und im Bausektor meldete eine wachsende Mehrheit von Unternehmen einen zu kleinen Personalbestand. Die vom Bundesamt für Statistik erhobenen Beschäftigungsaussichten zeigen, dass sich auch die Nachfrage nach Arbeitskräften im Dienstleistungssektor positiv entwickelt.

Der Manpower-Index, der die Fläche der Stelleninserate misst, erhöhte sich im vierten Quartal. Die Zahl der gemeldeten offenen Stellen lag dagegen leicht unter dem entsprechenden Vorjahresstand.

Arbeitsmarkt nicht saisonbereinigte Zahlen

Tabelle 9

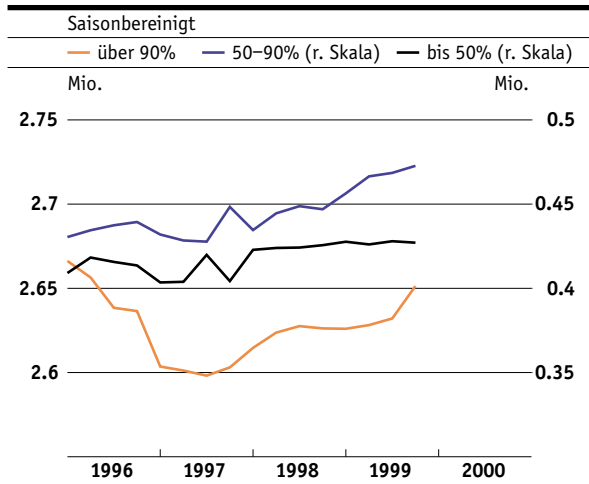
	1998		1999				2000		
			4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	Jan.	Feb.
Voll- und Teilzeitbeschäftigte <sup>1</sup>	1,4	1,1	1,3	1,1	0,8	0,8	1,5	–	–
Vollzeitbeschäftigte <sup>1</sup>	0,8	0,5	0,9	0,4	0,2	0,2	1,0	–	–
Arbeitslosenquote <sup>2,3</sup>	3,9	2,7	3,3	3,3	2,7	2,4	2,4	2,6	2,4
Arbeitslose <sup>3</sup>	139,7	98,6	119,5	120,7	99,0	87,6	87,6	92,6	88,7
Stellensuchende <sup>3</sup>	217,5	170,9	200,5	198,0	175,2	157,9	152,6	152,3	148,1
Kurzarbeiter <sup>3</sup>	3,1	2,8	2,7	5,2	3,6	1,0	1,3	1,9	–
Gemeldete offene Stellen <sup>3</sup>	13,3	14,4	12,2	14,7	16,3	14,9	11,7	12,1	14,4

1 Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

2 Registrierte Arbeitslose in Prozent der erwerbsfähigen Wohnbevölkerung gemäss Volkszählung 1990 (3 621 716 Erwerbspersonen)

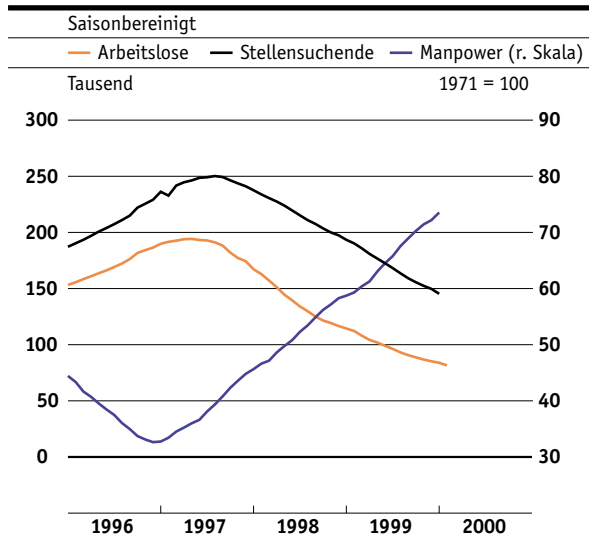
3 in Tausend; Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnittswerte aus Monatswerten.  
Quellen: seco, BFS





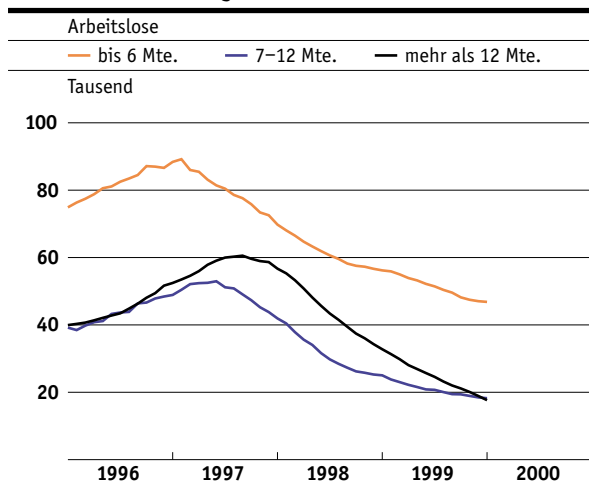
Arbeitslosigkeit und offene Stellen

Grafik 4.2



Dauer der Arbeitslosigkeit

Grafik 4.3



Grafiken 4.1, 4.2 und 4.3:  
Quelle: BFS

## 4.2 Arbeitslosigkeit

Die Arbeitslosigkeit bildete sich weiter zurück. Von Oktober 1999 bis Januar 2000 sank die Zahl der Stellensuchenden saisonbereinigt um 10 400 auf 145 200 und lag damit um rund ein Viertel tiefer als vor Jahresfrist. Der Anteil der Stellensuchenden an der Erwerbsbevölkerung verminderte sich von 4,3% auf 4%.

Weniger stark sank die Zahl der registrierten Arbeitslosen. Im Januar waren bei den Arbeitsämtern 83 900 Arbeitslose registriert, gegenüber 88 700 im Oktober. Die Arbeitslosenquote sank gegenüber Oktober um 0,1 Prozentpunkte auf 2,3%. Der Rückgang betraf vor allem Arbeitslose, die seit mindestens einem Jahr ohne Arbeit sind; deren Anteil an den Arbeitslosen verringerte sich damit von 24% (September) auf 21%. Die Zahl der Arbeitslosen, die seit weniger als einem Jahr arbeitslos sind, stagnierte dagegen.

Die Arbeitslosenquote bildete sich sowohl in der deutschen als auch in der französischen Schweiz zurück. Im Januar betrug sie in der deutschen Schweiz 1,8% und in der Westschweiz 3,5%. Im Kanton Tessin erhöhte sie sich leicht auf 4,1%, nachdem sie in den ersten drei Quartalen stark abgenommen hatte.

Im Februar verringerte sich die Quote der Stellensuchenden auf 3,9%, während die Arbeitslosenquote bei 2,3% blieb.

### Rückgang der Kurzarbeit

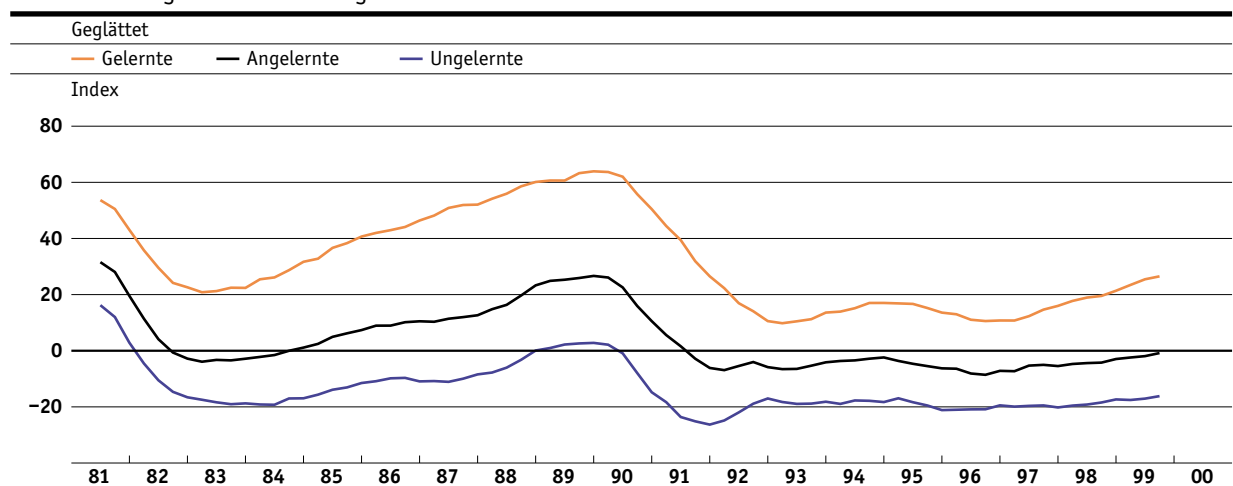
Die Zahl der Kurzarbeiter bildete sich im vierten Quartal weiter zurück. Im Dezember waren nur noch 1 700 Personen von Kurzarbeit betroffen, gegenüber 2 800 vor Jahresfrist. Auch die Zahl der durch Kurzarbeit ausgefallenen Arbeitsstunden nahm weiter ab.

### Kapazitätsspielraum auf dem Arbeitsmarkt

Seit Beginn der Erholungsphase der schweizerischen Wirtschaft Anfang 1997 wuchs die Beschäftigung um 3,5%. Damit wurde ein erheblicher Teil der während der neunziger Jahre erfolgten Arbeitsplatzverluste wieder ausgeglichen. Gleichzeitig sanken die Arbeitslosigkeit und die Kurzarbeit stark. Ein Vergleich mit dem verfügbaren potenziellen Arbeitsangebot zeigt zunächst, dass die Nachfrage nach Arbeitskräften noch steigen könnte, bis der verfügbare Spielraum ausgeschöpft ist. Die Zahl der Stellensuchenden ist immer noch hoch, während die Erwerbsquote (Anteil der Erwerbsbevölkerung an der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter) unter ihrem potenziellen Niveau liegt. Die Kontingente für ausländische Arbeitskräfte sind noch nicht ausgeschöpft, und die Zahl der Grenzgänger liegt deutlich unter dem Stand Anfang der neunziger Jahre. Werden Qualifikationsaspekte mit einbezogen, so dürfte der vorhandene Spielraum allerdings deutlich geringer sein. In Grafik 4.4 ist die Entwicklung der Nachfrage nach Arbeitskräften, aufgeteilt nach drei Ausbildungsarten, abgebildet. Im Unterschied zu den frühen achtziger Jahren, als die Nachfrage nach allen Arbeitskräftegruppen ungefähr im gleichen Schritt anstieg, konzentriert sie sich heute auf die Gruppe der gelernten Arbeitskräfte. Dies gilt insbesondere für die Industrie. So melden auch Branchen, die insgesamt Arbeitsplätze abbauen, einen Mangel an qualifizierten Arbeitskräften.

Arbeitsnachfrage nach Ausbildungsart

Grafik 4.4



Grafik 4.4: Quelle: BFS

## 5 Konsumentenpreise

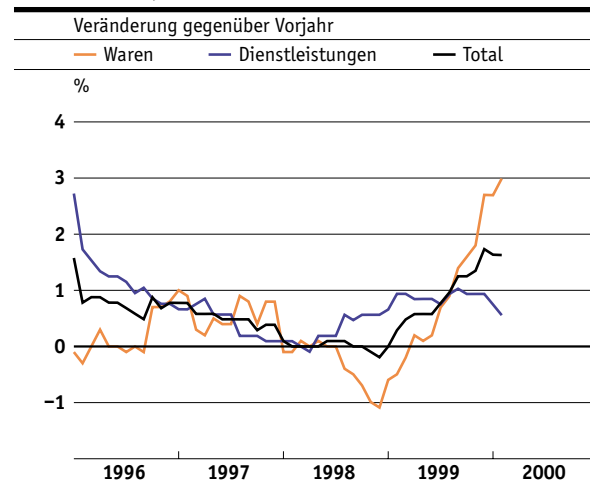
Die am Landesindex der Konsumentenpreise gemessene Teuerung erhöhte sich von Oktober bis Dezember 1999 von 1,2% auf 1,7% und lag im Durchschnitt des Quartals um 0,5 Prozentpunkte höher als in der Vorperiode. Für den starken Anstieg war hauptsächlich die Verteuerung der Erdölprodukte um 23,4% innert Jahresfrist verantwortlich. Im Januar bildete sich die Teuerung leicht auf 1,6% zurück und blieb im Februar auf diesem Stand. Ohne Erdöl betrug sie über die ganze Zeit hinweg 0,8%.

### 5.1 Teuerung nach Herkunft der Güter

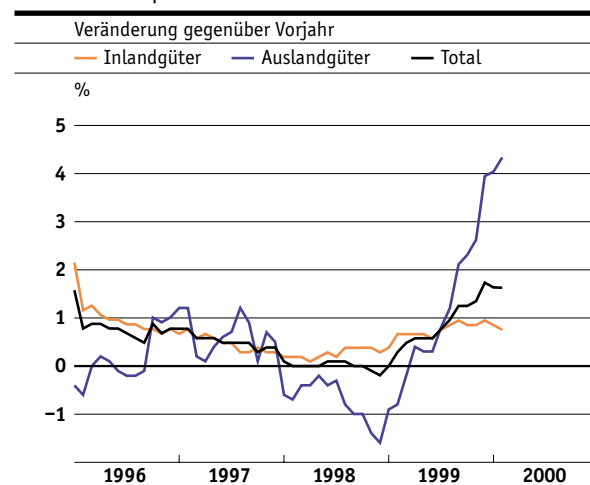
#### Weiterer Anstieg der importierten Teuerung

Die Aufteilung der Güter nach ihrer Herkunft bestätigt das Bild eines vorwiegend importierten Teuerungsanstiegs. Bei den ausländischen Gütern, deren Gewicht im Güterkorb des Konsumentenpreisindex rund 25% beträgt, stieg die Teuerung infolge der Erdölpreisentwicklung sprunghaft von 1,4% im dritten auf 3% im vierten Quartal und erhöhte sich zu Beginn des Jahres weiter auf 4% bzw. 4,4%. Bei den inländischen Gütern bildete sie sich dagegen im Vergleich zum vierten Quartal um 0,1 Prozentpunkte auf 0,8% zurück. Der Rückgang ist auf den Basiseffekt zurückzuführen, der sich infolge der Mehrwertsteuererhöhung von 6,5% auf 7,5% Anfang 1999 ergab.

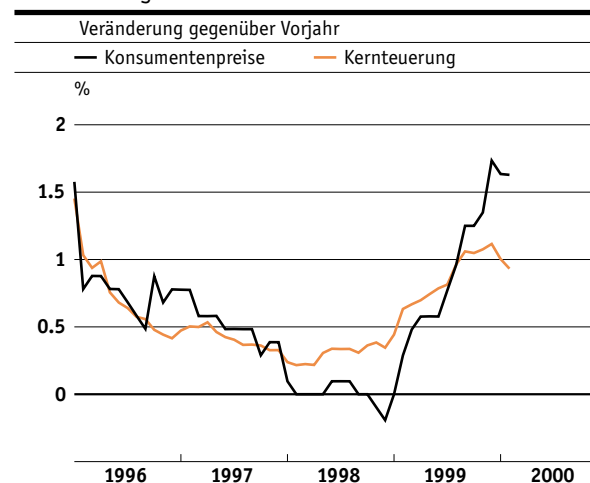
Konsumentenpreise Grafik 5.1



Konsumentenpreise Grafik 5.2



Kernteuering Grafik 5.3



Grafiken 5.1, 5.2 und 5.3:  
Quelle: BFS

## 5.2 Teuerung nach Gütergruppen

### **Rückläufige Teuerung bei den Dienstleistungen**

Die Teuerung bei den Dienstleistungen sank im Januar und Februar auf 0,8% bzw. 0,6%, nachdem sie zwischen dem zweiten und dem vierten Quartal 1999 bei 0,9% verharrt hatte. Zum deutlichen Teuerungsrückgang trug unter anderem der Mehrwertsteuereffekt bei. Die Preise der privaten und der öffentlichen Dienstleistungen entwickelten sich weiterhin unterschiedlich. Die öffentlichen Dienstleistungen verbilligten sich von Oktober bis Februar um durchschnittlich 0,8% gegenüber dem Vorjahr, nach einem Rückgang von 0,4% im dritten Quartal. Der Preisrückgang war erneut vorwiegend auf die sinkenden Preise für Telekommunikationsdienstleistungen zurückzuführen, die nach wie vor zu den öffentlichen Dienstleistungen gezählt werden. Der Preisanstieg bei den privaten Dienstleistungen verringerte sich von 1,4% im vierten Quartal auf 1,2% bzw. 1,0% im Januar und Februar. Während sich die Teuerung bei den Mieten gegenüber der Novembererhebung um 0,2 Prozentpunkte auf 1,2% erhöhte, sank sie im Bereich Unterhaltung, Bildung und Kultur sowie bei den Serviceleistungen im Transportbereich leicht. Im Gastgewerbe bildete sie sich im Januar und Februar auf 2% zurück; sie blieb aber überdurchschnittlich hoch.

### **Höhere Teuerung bei den Waren**

Bei den Waren setzte sich der starke Teuerungsanstieg zu Beginn des Jahres 2000 fort. Im Februar lagen die Warenpreise um 3,0% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Überdurchschnittlich stark verteuerten sich die nicht dauerhaften Waren (Erdöl); die Preise der dauerhaften Waren stiegen im Vorjahresvergleich um 0,6%, nachdem sie ein Jahr zuvor um 0,5% gesunken waren.

## 5.3 Kernteuerung

### **Höhere Kernteuerung**

Die von der Nationalbank berechnete Kernteuerungsrate erhöhte sich im vierten Quartal leicht auf 1,1% und bildete sich im Januar und Februar auf 1% zurück. Sie lag damit aber deutlich höher als vor Jahresfrist (0,3%). Die Kernteuerung schliesst die Güter des Konsumentenpreisindex mit den stärksten Preisschwankungen nach oben und nach unten aus (je 15% am Güterkorb des KPI). Indem diese stark schwankenden Preise ausgeklammert werden, lässt die Kernteuerung den Teuerungstrend besser erkennen als der unbereinigte Konsumentenpreisindex.

## 6 Teuerungsaussichten

### 6.1 Internationale Preisentwicklung und Wechselkurs

Die Entwicklung der Warenpreise auf der Konsumentenstufe hängt wesentlich von der Preisentwicklung im Ausland sowie vom Verlauf des Wechselkurses ab. Beides widerspiegelt sich im Importpreisindex.<sup>1</sup>

#### Steigende Importpreise

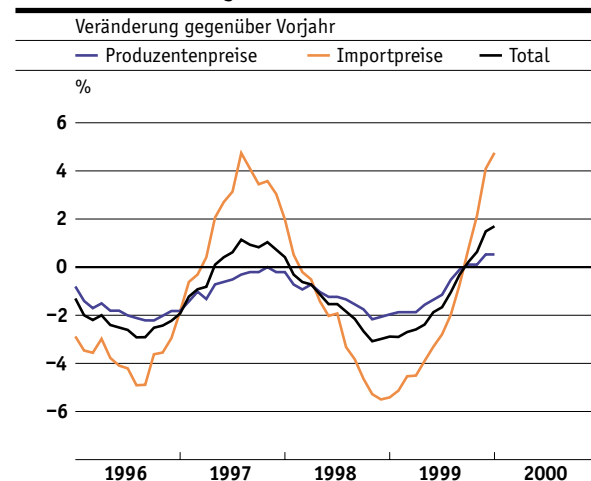
Im Oktober 1999 lag der Importpreisindex erstmals seit Anfang 1998 wieder leicht über dem entsprechenden Vorjahresstand (0,7%). In den folgenden drei Monaten verstärkte sich der Preisauftrieb gegenüber dem Vorjahr; im Januar 2000 übertraf der Importpreisindex den Vorjahresstand um 4,8%. Ins Gewicht fielen die massiv höheren Preise für Mineralölprodukte (62,3%), für Metall- und Metallprodukte (12,7%) und für Papier (27,8%), deren Anteil am Index insgesamt 24% beträgt. Nach Warengruppen gegliedert lagen die Preise der importierten Rohstoffe, der Halbfabrikate sowie der Konsumgüter im Januar um 1,6%, 8,7% bzw. 4,8% über dem entsprechenden Vorjahresstand, während die Preise für Investitionsgüter nochmals leicht sanken (-0,3%). Ein Jahr zuvor hatten sich die vier Güterkategorien teilweise noch massiv verbilligt (-19,3%, -7,9%, -2,2% bzw. -1,4%). Infolge der steigenden Kosten, die mit der Trendwende der Importpreise verbunden sind, dürfte der Preisauftrieb bei den Waren zunehmen.

#### Auch Wechselkursbedingt höhere Importpreise

Angesichts der internationalen Belebung der Industriekonjunktur ist in den nächsten Monaten mit einer weiteren Verteuerung der Importgüter zu rechnen. Die bis Februar 2000 anhaltende Abschwächung des realen exportgewichteten Frankenkurses verstärkt diese Tendenz zusätzlich. Die Märkte rechnen indessen damit, dass sich die Erdölpreise in den nächsten Monaten auf hohem Niveau stabilisieren werden. Trifft dies zu, so lässt der preistreibende Effekt des Erdölpreises ab Mitte des laufenden Jahres nach.

<sup>1</sup> Der Importpreisindex bildet zusammen mit dem Produzentenpreisindex den Index des Gesamtangebots.

Preise des Gesamtangebots Grafik 6.1



Grafik 6.1:  
Quelle: BFS

## 6.2 Kapazitätsauslastung im Inland

### **Kleiner werdende Outputlücke**

Gemäss den Schätzungen der Nationalbank dürfte das effektive reale Bruttoinlandprodukt in diesem Jahr stärker wachsen als die potenzielle Produktion. Die Outputlücke, die im vierten Quartal 1999 noch leicht negativ gewesen war, wird sich damit weiter zurückbilden. Der dämpfende Effekt auf die Teuerungsrate, der erfahrungsgemäss in Zeiten mit negativer Outputlücke beobachtet wird, dürfte damit wegfallen.

### **Überdurchschnittlich stark steigende Dienstleistungspreise**

Im Dienstleistungsbereich ist aufgrund der erwarteten Nachfrageentwicklung mit stärkeren Preiserhöhungen als im Vorjahr zu rechnen. Auf dem Wohnungs- und Büromarkt dürften die Mieten aufgrund der mittlerweile wieder sinkenden Leerstandsziffer stärker steigen als 1999. In die gleiche Richtung wirken die höheren Baupreise und Hypothekarsätze. Vermehrte Teuerungsimpulse sind auch von der Lohnentwicklung zu erwarten. Die schweizerischen Prognoseinstitute rechneten im Herbst 1999 für das Jahr 2000 mit Nominallohnsteigerungen zwischen 1,3%–2,5%. Nachdem sich die Arbeitsmarktlage in den letzten Monaten unerwartet deutlich verbessert hat und sich in verschiedenen Bereichen Verknappungserscheinungen bemerkbar machen, ist tendenziell mit stärker steigenden Nominallöhnen zu rechnen. Die höheren Lohnkosten dürften sich dabei im Dienstleistungssektor stärker auswirken als im Industriesektor, da die Produktivitätsfortschritte im ersten Bereich geringer sind. Auf einzelnen Märkten, insbesondere im Telekommunikationssektor, dürften indessen die weitere Deregulierung sowie der intensive Wettbewerb für weiter sinkende Preise sorgen.

### **Nur leicht steigende Warenpreise**

Die Entwicklung des Produzentenpreisindex deutet darauf hin, dass der Preisdruck bei den im Inland produzierten Waren zunehmen wird. Im Januar 2000 lagen die Produzentenpreise der Güter, die für den inländischen Markt bestimmt sind, um 1,1% über ihrem Vorjahresstand. Vor Jahresfrist waren sie noch um 2,2% gesunken. Gemäss der Umfrage der KOF/ETH in der Industrie plant ausserdem eine steigende, wenn auch immer noch kleine Mehrheit der binnenmarktorientierten Firmen, die Verkaufspreise anzuheben. Im Industriesektor liegt die Kapazitätsauslastung allerdings immer noch deutlich unter dem längerfristigen Durchschnitt. Zusammen mit den hohen Produktivitätsfortschritten und dem anhaltend starken Wettbewerb dürfte dies dazu beitragen, dass der Preisauftrieb auf der Produzentenstufe mässig bleibt.

## 6.3 Teuerungsprognosen

Im Dezember 1999 prognostizierte die Nationalbank für das Jahr 2000 einen durchschnittlichen Anstieg der Konsumentenpreise um 1,5% und für die beiden folgenden Jahre Werte von 1,7% bzw. 1,8%. Die seit damals bekannt gewordenen Daten zur Konjunktorentwicklung im In- und Ausland zeigen, dass die konjunkturellen Auftriebskräfte weit stärker sind, als die Nationalbank zu Beginn des Jahres erwartet hatte. Aufgrund des veränderten Konjunkturfeldes unterzog die Nationalbank ihre Inflationsprognose einer eingehenden Überprüfung. Diese zeigte, dass bei dem im Februar herrschenden Stand des Dreimonats-Libor von durchschnittlich 2,5% ein erhebliches Teuerungsrisiko bestand und die prognostizierte Teuerung ab Mitte 2001 über 2%, d.h. über den Bereich, den die Nationalbank mit Preisstabilität gleichsetzt, stiege. Falls ausserdem unterstellt wird, dass sich der Aussenwert des Frankens entgegen der im Dezember 1999 von der Nationalbank getroffenen Annahme nicht erhöhte, sondern auf dem Stand von Februar bliebe, nähmen die Teuerungsrisiken weiter zu. Um dieser Gefahr entgegenzutreten, straffte die Nationalbank am 23. März ihre Geldpolitik und erhöhte das Zielband für den Dreimonats-Libor um drei Viertel Prozentpunkte auf 2,5%–3,5%, nachdem sie dieses bereits Anfang Februar um einen halben Prozentpunkt angehoben hatte.

# Zur Geldpolitik im neuen Jahr

Referat von Hans Meyer,  
Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank

Gehalten am 20. Januar 2000 an der Universität St. Gallen



Zum dritten Mal geben mir die Universität St. Gallen und ihr Forschungsinstitut für Empirische Ökonomie und Wirtschaftspolitik Gelegenheit, die geldpolitischen Absichten der Nationalbank für das neue Jahr zu erläutern. Heute werde ich mich jedoch nicht allein auf die geplante Geldpolitik beschränken. Wie Sie den Medien entnommen haben, hat die Nationalbank auf Beginn dieses Jahres eine Anpassung ihres geldpolitischen Konzeptes vorgenommen. Ich freue mich, hier vor einem fachkundigen Publikum vertieft auf dieses Konzept einzugehen.

Zunächst möchte ich im ersten Teil meiner Ausführungen einen Rückblick auf die wirtschaftlichen Geschehnisse des vergangenen Jahres werfen. Nach den Erläuterungen zu unserem Konzept werde ich in einem dritten Teil auf die wirtschaftlichen Aussichten und unsere geldpolitischen Absichten für das laufende Jahr eingehen. Mein Referat werde ich mit einigen grundsätzlichen Bemerkungen abschliessen.

## 1 Rückblick

### 1.1 Internationale Entwicklung

Die internationale Wirtschaftslage hellte sich im Verlaufe des Jahres 1999 deutlich auf, nachdem die Weltwirtschaft in den beiden Vorjahren durch die Krisen in Ostasien, Russland und Südamerika erschüttert worden war. Schneller als erwartet erholten sich die aufstrebenden Wirtschaften Ostasiens vom starken Konjunkturerinbruch und auch Japan überwand, dank massiven staatlichen Stimulierungsmassnahmen, seine Rezession. Eine Verbesserung der Lage wurde auch in Südamerika verzeichnet, nachdem in Brasilien eine Finanzkrise abgewendet werden konnte. In Russland bleibt die Lage ausserordentlich schwierig, was sich nicht zuletzt auf die Entwicklung vieler Länder in Osteuropa negativ auswirkt.

Die Überwindung der Krise in Ostasien führte im Laufe des Jahres 1999 zu einer spürbaren Belebung des Welthandels. Von dieser günstigen Entwicklung profitierten auch die Industrieländer. Die Exporte und die Investitionen wuchsen kräftig, sodass das reale Wachstum der OECD-Staaten im Jahre 1999 um über einen halben Prozentpunkt höher war als im Vorjahr.

Die Dynamik im OECD-Raum ist allerdings immer noch unterschiedlich. Die Vereinigten Staaten setzten ihren Wirtschaftsaufschwung fort. Zum dritten aufeinander folgendem Mal erreichte das reale Wachstum rund 4%. Zu diesem starken Wachstum

haben nicht zuletzt die anhaltend steigenden Aktienkurse beigetragen, welche den amerikanischen Haushalten zusätzliche Konsummöglichkeiten eröffneten. Auch in Japan hat das Wachstum nachhaltig zugenommen. Die japanische Wirtschaft verzeichnete 1999 wieder eine positive Entwicklung, nachdem sie 1998 noch fast um 3% geschrumpft war. Deutlich verhaltener war dagegen das Geschehen in Europa. In der ersten Jahreshälfte litten viele Länder noch unter einer Exportschwäche als Folge der Asienkrise. Erst in der zweiten Jahreshälfte begann sich eine Besserung abzuzeichnen. Allerdings verzögerte sich der Wirtschaftsaufschwung in den beiden wichtigen Ländern Deutschland und Italien als Folge immer noch bestehender, tief greifender struktureller Probleme. Die unterschiedlichen Entwicklungen sind auch bei der Beschäftigung sichtbar. Die Vereinigten Staaten verzeichneten wiederum eine starke Zunahme der Beschäftigung, während sich die Nachfrage nach Arbeitskräften in Deutschland und Italien nur verhalten entwickelte.

Die Veränderung der wirtschaftlichen Perspektiven im Verlaufe des Jahres 1999 blieb nicht ohne Einfluss auf die Geldpolitik. In der ersten Jahreshälfte führten die amerikanischen Währungsbehörden und die Europäische Zentralbank die lockere Geldpolitik fort, welche zur Vermeidung eines weltweiten Konjunkturerinbruches als Folge der internationalen Finanzkrise im Herbst 1998 eingeleitet wurde. Noch im April 1999 senkte die EZB ihren Leitzins um 50 Basispunkte. Als sich zur Jahresmitte eine Verbesserung des wirtschaftlichen Umfeldes abzeichnete, strafften die Zentralbanken ihre Geldpolitik. Die amerikanische Notenbank erhöhte den Satz für Tagesgeld zwischen Juni und November in drei Schritten von 4,75% auf 5,5%. Die Europäische Zentralbank erhöhte ihren Leitzinssatz im November um 0,5 Prozentpunkte. Die Leitzinsen lagen somit Ende November 1999 auf gleichem Niveau wie vor Ausbruch der internationalen Finanzkrise im Herbst 1998. Mit der Erhöhung reagierten die Zentralbanken auf die erneute Gefahr eines Teuerungsanstieges.

## 1.2 Lage in der Schweiz

Im ersten Halbjahr wurde das wirtschaftliche Geschehen in der Schweiz noch von den Folgen der Asienkrise beeinflusst. Erst mit deren Überwindung konnte die Konjunktur im zweiten Halbjahr deutlich an Dynamik hinzugewinnen. Die wichtigsten Impulse gingen dabei von der Exportwirtschaft aus, welche von der starken Zunahme des Welthandels profitierte. Neben dem Export bildete der private Konsum wie im Vorjahr eine bedeutende Konjunkturstütze. Wegen des schwachen Wachstums im ersten Halbjahr blieb das reale Wachstum 1999 mit rund 1,5% jedoch hinter demjenigen von 1998 zurück.

Die Arbeitslosigkeit ging im letzten Jahr erfreulicherweise weiter zurück; allerdings wuchs die Beschäftigung 1999 weniger stark als noch im Vorjahr. Dies ist vor allem eine Folge des konjunkturellen Einbruches in der zweiten Jahreshälfte 1998. Tendenziell sinkt die Beschäftigung in der Industrie weiterhin leicht, währenddem sie im Dienstleistungssektor kontinuierlich ansteigt. Am stärksten steigt zur Zeit die Nachfrage nach Arbeitskräften in der Informatikbranche und bei den Versicherungen. Die Verbesserung auf dem Arbeitsmarkt ist auch an der Entwicklung der Zahl der Stellensuchenden abzulesen, welche neben den Arbeitslosen auch Personen einschliesst, die einem Zwischenverdienst nachgehen oder in ein Beschäftigungs- bzw. Umschulungsprogramm involviert sind. Die Zahl der Stellensuchenden ist praktisch um ein Viertel zurückgegangen. Positiv zu vermerken ist sodann, dass die regionalen Unterschiede bei der Arbeitslosigkeit abgenommen haben.

Die am Landesindex der Konsumentenpreise gemessene Teuerung blieb im letzten Jahr wiederum moderat und betrug im Durchschnitt 0,8%. Damit ist sie etwas höher als in den beiden Vorjahren, wobei rund 0,3 Prozentpunkte auf die Erhöhung der Mehrwertsteuer zurückzuführen sein dürften. Die Teuerung hat allerdings gegen Ende Jahr merklich angezogen. Der Grund für diese Zunahme liegt vor allem bei den importierten Gütern, welche sich als Folge des markanten Anstieges der Erdölpreise stark verteuerten.

Wir hatten seinerzeit für das Jahr 1999 eine Fortführung unserer tendenziell grosszügigen Geldpolitik in Aussicht gestellt. Dies reflektiert unsere damalige Einschätzung, dass sich die schweizerische Konjunktur als Folge der Krisen in Ostasien und auf den Finanzmärkten abschwächen werde. Wir gaben ebenfalls zu erkennen, dass wir den Unsicherheiten Rechnung tragen wollten, welche mit der Einführung

des Euro auf Anfang 1999 verbunden waren. Wir mussten verhindern, dass in dieser schwierigen Phase eine allfällige Spekulation gegen den Euro zu einer ökonomisch nicht gerechtfertigten Aufwertung des Frankens führen würde. Nachdem sich die Unsicherheiten im Verlaufe des Jahres abgebaut hatten, konnten wir dem Eurokurs wieder weniger Beachtung schenken und unsere autonome Geldpolitik fortsetzen. Trotzdem bewegte sich der Wechselkurs des Frankens gegenüber dem Euro in engen Bandbreiten. Dies hatte aber nichts mit unserer Politik zu tun, sondern mit der ähnlichen konjunkturellen Lage, in der sich die Schweiz und die Länder des Euro-Gebietes befanden. In der zweiten Septemberhälfte strafften wir unseren Kurs, weil die inzwischen anziehende Konjunktur die Teuerungsgefahr tendenziell wieder verstärkt hatte.

## 1.3 Einführung des Euro

Lassen Sie mich zum Abschluss meines Rückblickes noch einige grundsätzliche Bemerkungen zur neuen europäischen Währung anfügen. Die Einführung des Euro zu Beginn des letzten Jahres verlief problemlos. Die Europäische Zentralbank und ihre Vorgängerin, das Europäische Währungsinstitut, haben zusammen mit den nationalen Notenbanken gute Arbeit geleistet. Die technischen Abläufe bei der Versorgung des Bankensystems mit Liquidität und beim Clearing-System TARGET funktionieren einwandfrei. Der Euro setzte sich auf den Finanzmärkten rasch als Anlagewährung durch und erzielte bereits im ersten Jahr seines Bestehens einen beachtlichen Marktanteil am Geld- und Kapitalmarkt.

Die Europäische Zentralbank orientiert ihre geldpolitischen Entscheidungen an einem Referenzwert für die Geldmenge  $M_3$  und an einer breit abgestützten Beurteilung der Inflationsaussichten. Diese «Zwei-Säulen»-Strategie wurde von verschiedenen Seiten kritisiert. Ich glaube, dass diese Kritik zu kurz greift. Die EZB musste innert kürzester Zeit ein geldpolitisches Konzept für einen in der Grösse den Vereinigten Staaten vergleichbaren Wirtschaftsraum erarbeiten, für den bis zu diesem Zeitpunkt praktisch keine Daten und Studien über den geldpolitischen Transmissionsmechanismus vorlagen. Sie hat sich in diesem von grosser Unsicherheit geprägten Umfeld für eine vorsichtige Strategie entschieden, welche bewährte Elemente der Geldmengensteuerung der Deutschen Bundesbank mit neuen Elementen einer Inflationszielstrategie kombiniert. Die EZB ist bisher mit dieser Strategie recht gut gefahren; sie konnte ihren Auftrag – die Erhaltung der Preisstabilität – erfolgreich erfüllen. Allerdings verlor der Euro gegenüber dem Dollar rund 15% an Wert. Entgegen einer oft vertretenen Meinung ist dieser Wertverlust aber nicht einer falschen Geldpolitik zuzuschreiben. Vielmehr liegt der Grund für die Aufwertung des Dollars in erster Linie in der unterschiedlichen konjunkturellen Entwicklung in den USA und in Europa.

Der Erfolg der Währungsunion hängt aber nicht allein vom geldpolitischen Konzept, sondern auch von dessen konsequenter Umsetzung ab. Als neue Zentralbank muss sich die EZB die Reputation einer unabhängigen, auf die Erhaltung der Preisstabilität verpflichteten Institution erst noch erwerben. Die Verantwortlichen haben bereits im ersten Jahr des Bestehens der Währungsunion durch ihr Handeln zum Aufbau der Glaubwürdigkeit der EZB beigetragen, indem sie Druckversuchen aus der Politik widerstanden. Ein vertieftes Urteil über die Währungsunion wird allerdings erst in einigen Jahren möglich sein. Nicht zuletzt wird es darauf ankommen, ob die einzelnen Mitgliedländer der Währungsunion die für eine nachhaltig konvergente Stabilitätspolitik unerlässliche Disziplin aufbringen werden.

## 2 Anpassung des geldpolitischen Konzeptes

Wir haben im vergangenen Dezember eine Anpassung unseres geldpolitischen Konzeptes angekündigt. Bewusst verwende ich den Begriff der Anpassung, um zu unterstreichen, dass die grundlegende Ausrichtung der Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank unverändert bleibt und weiterhin in erster Linie auf die Gewährleistung der Preisstabilität abzielt. Gleichzeitig möchte ich aber betonen, dass es sich um die wichtigste Konzeptänderung seit dem Übergang zu einem flexiblen Frankenkurs im Jahre 1973 handelt.

Das künftige geldpolitische Konzept der Nationalbank besteht im Wesentlichen aus drei Elementen: Das erste Element betrifft die Definition der Preisstabilität. Das zweite Element beinhaltet die Verwendung einer breit abgestützten Inflationsprognose als Hauptindikator für die geldpolitische Entscheidungsfindung. Wir verzichten fortan auf die Festlegung von Zielen für das Wachstum der Geldmenge. Die Entwicklung der Geldmenge wird jedoch bei der Erstellung der Inflationsprognose eine massgebende Rolle spielen. Das dritte Element stellt ein Zielband für den Dreimonatssatz am Schweizerfranken-Geldmarkt als operative Vorgabe für die Umsetzung der Geldpolitik dar. Sodann streben wir eine weitere Verbesserung der Transparenz unserer Geldpolitik an.

### 2.1 Bisherige Strategie

Bevor ich mich diesen drei Elementen zuwende, möchte ich kurz auf unsere bisherige geldpolitische Strategie eingehen. Nach einer längeren Phase mit Jahreszielen – zuerst für die Geldmenge  $M_1$  und später für die Notenbankgeldmenge – hatte die Nationalbank Anfang der neunziger Jahre beschlossen, die Geldpolitik an einem mittelfristigen Zielpfad für die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge zu orientieren. Dieser Zielpfad wurde jeweils für eine Dauer von fünf Jahren festgelegt. Die Lösung bestach vor allem durch zwei Eigenschaften. Zum einen schuf sie einen wirksameren Anker für die mittelfristige Preisentwicklung als im Falle von Jahreszielen. Sie bedingte, dass Abweichungen gegenüber dem Zielpfad mittelfristig wieder korrigiert wurden. Die Nationalbank wurde zu einer grösseren geldpolitischen Disziplin verpflichtet, da die Geldmengenentwicklung der vergangenen Jahre jeweils nicht einfach vergessen werden konnte. Zum anderen ermöglichte sie aber eine

flexible Durchführung der Geldpolitik. Mit dem mittelfristigen Zielpfad war es möglich, pragmatisch auf Wechselkursstörungen und Konjunkturschwankungen zu reagieren, da die Geldpolitik in der kurzen Frist nicht an ein bestimmtes Geldmengenziel gebunden war.

Die Lösung mit dem mittelfristigen Zielpfad kombinierte somit die Vorteile einer längerfristigen Verpflichtung zur Erhaltung der Preisstabilität mit einem grossen geldpolitischen Spielraum in der kurzen Frist. Wie jedes andere auf einem Geldaggregat aufgebaute Konzept hing sie jedoch entscheidend davon ab, ob die Nachfrage nach Notenbankgeld ausreichend stabil und prognostizierbar war.

Wir stellten im Verlaufe des Jahres 1997 fest, dass die Nachfrage nach Notenbankgeld starken Störungen unterworfen war. Diese Störungen betrafen sowohl den Notenumlauf als auch die Giro Guthaben der Banken. Die Nachfrage des Publikums nach Tausendernoten stieg aus bisher nie geklärten Gründen stark an und die Nachfrage der Banken nach Giro Guthaben wurde zusehends volatiler. Die Abweichungen der Notenbankgeldmenge gegenüber dem Zielpfad waren daher nicht mehr aussagekräftig. Die Nationalbank relativierte im Dezember 1997 die Bedeutung des Zielpfades und betonte fortan vermehrt die Geldmenge  $M_3$  als wichtigen Indikator. Die Lösung mit dem mittelfristigen Zielpfad wurde jedoch noch nicht vollständig aufgegeben, da zu dieser Zeit unklar war, ob die Störungen permanenter oder nur vorübergehender Natur waren. Gegen Ende 1998 zeichnete sich ab, dass sich die Nachfrage nach Notenbankgeld auf absehbare Zeit nicht normalisieren würde. Eine Weiterführung des Konzeptes mit einem mittelfristigen Zielpfad für die Notenbankgeldmenge war daher nicht mehr denkbar.

Lassen Sie mich nun etwas vertiefter auf die drei hauptsächlichen Elemente des angepassten Konzeptes eingehen.

## 2.2 Erstes Element: Definition der Preisstabilität

Das erste Element des Konzeptes betrifft eine explizite Definition der Preisstabilität. Unter Preisstabilität verstehen wir eine am Landesindex der Konsumentenpreise gemessene Teuerung von unter 2% pro Jahr. Die Nationalbank hat den Auftrag, die Geldpolitik im Gesamtinteresse des Landes zu führen. Mit den ihr zur Verfügung stehenden Mitteln kann sie in erster Linie Preisstabilität gewährleisten. Preissta-

bilität erleichtert eine ausgewogene gesamtwirtschaftliche Entwicklung und vermindert sozial unerwünschte Fehlentwicklungen.

Wir haben uns aus zwei Gründen für diese Definition der Preisstabilität entschieden. Einmal müssen wir der Tatsache Rechnung tragen, dass die Teuerung nie genau gemessen werden kann. Zum anderen ist es für die Nationalbank praktisch unmöglich, die Inflation exakt zu steuern.

Das erste Element verankert die mittelfristige Ausrichtung der Geldpolitik. Obwohl die Definition der Preisstabilität keine Untergrenze vorsieht, impliziert die Absicht der Gewährleistung der Preisstabilität, dass wir auch eine Deflation verhindern müssen.

Wir wollen die Teuerung mittelfristig im Bereich der definierten Preisstabilität halten. Es ist jedoch wichtig zu unterstreichen, dass wir kein eigentliches Inflationsziel verfolgen. Wir gehen keine Verpflichtung ein, die Inflation stets im Bereich der Preisstabilität zu halten. In einer kleinen offenen Volkswirtschaft wie der Schweiz wird die Inflation oft von unerwarteten Ausschlägen der Erdöl- und anderer Importpreise sowie von wesentlichen Änderungen des Wechselkurses beeinflusst. Die Nationalbank ist daher kaum in der Lage, diese in der kurzen Frist auftretenden Preisbewegungen zu unterbinden. In vielen Fällen würde es auch wirtschaftlich keinen Sinn machen, diese kurzfristigen Preisbewegungen zu unterdrücken, selbst wenn wir dazu in der Lage wären. Solange diese Preisbewegungen nicht in eine anhaltende Inflation oder Deflation münden, sind sie für die Wirtschaft verkraftbar. Eine zu rigorose Bekämpfung von temporären Inflationsschocks kann hingegen zu einer übermässigen Zunahme der Konjunkturschwankungen führen und dadurch mit hohen realwirtschaftlichen Kosten verbunden sein. Die Nationalbank wird deshalb bei der Bekämpfung von temporären Inflationsschocks jeweils auch die realwirtschaftlichen Konsequenzen in Betracht ziehen müssen. Jeder anhaltend inflationären oder deflationären Entwicklung wird sie aber entschieden entgegengetreten.

## 2.3 Zweites Element: Inflationsprognose

Lassen Sie mich nun zum zweiten Element unseres Konzeptes übergehen. Die geldpolitischen Entscheidungen der Nationalbank werden sich in Zukunft in erster Linie an einer Inflationsprognose orientieren. Bekanntlich wirkt die Geldpolitik mit einer Verzögerung von rund zwei bis drei Jahren auf die Teuerung. Wir sind gezwungen, eine vorausschauende Haltung einzunehmen und frühzeitig auf Inflationsgefahren zu reagieren. Die Inflationsprognose wird deshalb zum zentralen Indikator für die Geldpolitik. Wir werden unsere geldpolitischen Entscheidungen so treffen, dass die voraussichtliche Inflation tendenziell im Bereich der Preisstabilität liegt. So werden wir die Geldpolitik straffen, wenn die prognostizierte Inflation über den Bereich der Preisstabilität hinaus ansteigt. Umgekehrt werden wir die Geldpolitik lockern, wenn die Prognose auf eine Deflation hindeutet. Die veröffentlichte Prognose wird die Auswirkungen des beabsichtigten geldpolitischen Kurses berücksichtigen.

Bei unserer Inflationsprognose handelt es sich um eine so genannte Konsensprognose. Eine Konsensprognose ist das Produkt einer ökonomischen Gewichtung der Informationen aus verschiedenen wichtigen Indikatorengruppen. Wir stützen unsere Beurteilung über die zukünftige Preisentwicklung vor allem auf drei Arten von Indikatoren ab. Wir ziehen, erstens, den Verlauf der Geldaggregate, insbesondere von  $M_3$ , in Betracht. Die Preisentwicklung in der längeren Frist hängt entscheidend vom Verlauf der Geldmenge ab. Die mittelfristige Inflationsprognose muss sich daher stark auf die Entwicklung der Geldaggregate abstützen. Zweitens verwenden wir eine Anzahl ökonometrischer Prognosemodelle. Dazu gehören sowohl strukturelle Modelle als auch statistische Zeitreihenmodelle. Die strukturellen Modelle prognostizieren die Inflation auf Grund eines spezifischen theoretischen Modells der Wirtschaft. Die Zeitreihenmodelle hingegen nutzen die historische Korrelation zwischen der Inflation und bestimmten Variablen aus, um Prognosen zu erstellen. Beide Arten von Modellen berücksichtigen auch Faktoren wie die Konjunkturlage und den Wechselkurs, welche die Teuerung vor allem in der kurzen Frist beeinflussen. Schliesslich stellen wir, drittens, weitere Fakto-

ren in Rechnung, die nicht direkt in die Prognosemodelle integrierbar sind. Dazu gehören Sondereinflüsse, wie zum Beispiel eine Erhöhung der Mehrwertsteuer, eine Veränderung des Erdölpreises oder die Liberalisierung eines Marktsegmentes. Eine ökonomische Beurteilung und Abwägung der Information aus den verschiedenen Indikatorengruppen ergibt schliesslich die Konsensprognose für die Entwicklung der Inflation über die drei folgenden Jahre. Die Konsensprognose ist somit eine breit abgestützte Prognose.

Eine Prognose der Inflation über drei Jahre ist schwierig und mit Unsicherheiten verbunden. Viele Faktoren, welche die Inflation in den Folgejahren letztlich beeinflussen, sind bei der Erstellung der Prognose noch unbekannt. Unabhängig von diesen Schwierigkeiten muss jedoch die Inflationsprognose als Grundlage der geldpolitischen Entscheidungsfindung verwendet und für die Erläuterung der geldpolitischen Beschlüsse herangezogen werden. Wie ich schon betont habe, müssen wir eine vorausschauende Politik führen, wenn wir die Preisstabilität bewahren wollen.

## 2.4 Drittes Element: Zielband für den Libor

Das dritte Element unserer Strategie betrifft die operative Umsetzung der Geldpolitik. Die Nationalbank wird fortan als operative Vorgabe ein Zielband von 100 Basispunkten für den Dreimonatssatz am Schweizerfranken-Geldmarkt festlegen. Dabei dient der Dreimonats-Libor («London Interbank Offered Rate») als Referenzzinssatz. Das Zielband wird so festgelegt, dass die prognostizierte Inflation in jenem Bereich verbleibt, den wir mit Preisstabilität gleichsetzen.

Die bisherige operative Umsetzung unserer Geldpolitik basierte auf einer quantitativen Vorgabe für die Versorgung des Bankensystems mit Giro Guthaben. Die Zinsbildung auf dem Geldmarkt wurde weitgehend den Marktteilnehmern überlassen. Die starken Schwankungen bei der Nachfrage der Banken nach Giro Guthaben verunmöglichten jedoch bereits seit einiger Zeit eine operative Umsetzung der Geldpolitik, welche allein auf einer Mengenvorgabe für die Giro Guthaben beruhte. Bei starken Schwankungen der Nachfrage der Banken nach Giro Guthaben führt eine reine Mengenvorgabe zu einer ökonomisch unerwünscht hohen Volatilität der Geldmarktsätze. Die nun getroffene Anpassung des Konzeptes trägt diesem Umstand Rechnung.

Wir hätten die operative Vorgabe für die Umsetzung der Geldpolitik auch mit der Festsetzung des Zinssatzes für ein kurzfristiges Repo-Geschäft vornehmen können. Dieser Repo-Zinssatz wäre durch die Nationalbank sehr einfach zu kontrollieren. Wir haben aber aus folgenden zwei Gründen eine andere Lösung getroffen: Die Nationalbank will, erstens, bei ihren täglichen monetären Operationen flexibel bleiben, ohne dass jede kleine Zinsänderung bei ihren Geldmarktgeschäften von den Märkten als geldpolitisches Signal interpretiert wird. In der kurzen Frist treten oft Ungleichgewichte in der Liquiditätsversorgung des Bankensystems und andere Störungen am Geld- und Devisenmarkt auf, die sich in starken Schwankungen des Tagesgeldsatzes äussern. Der Zinssatz für sehr kurzfristige Repo-Geschäfte taugt unter diesen Umständen nicht als Signalträger für die Ausrichtung unserer Geldpolitik. Für die schweizerischen Verhältnisse eignet sich dazu ein etwas längerfristiger Satz in einem wirtschaftlich bedeutenden Segment des Geldmarktes wesentlich besser. Der Dreimonats-Liborzinssatz ist einer der wichtigsten Zinssätze im Schweizerfranken-Geldmarkt. Er gilt als zentrale Grösse für die Refinanzierung von erstklassigen Banken und Unternehmungen und wird täglich in einem transparenten Verfahren ermittelt und publiziert. Dieser Satz reagiert relativ wenig auf nur kurzfristig bestehende Ungleichgewichte und Zufallschwankungen am Geldmarkt. Der Dreimonats-Libor eignet sich daher sehr gut als Referenzzinssatz für die Signalisierung unserer kürzerfristigen geldpolitischen Absichten.

Zweitens beabsichtigt die Nationalbank keinen zinspolitischen Aktivismus. Die Idee der Festlegung eines Zielbandes und nicht eines Zielwertes ist es, weiterhin Schwankungen in einem gewissen Umfang zuzulassen und dem Markt die Feinsteuerung zu überlassen.

Die Verwendung eines Zielbandes für den Libor als geldpolitischen Signalträger bedeutet auch, dass wir fortan auf die Festsetzung eines Diskontsatzes verzichten können. Das Diskontgeschäft hat in den letzten Jahrzehnten seine geldpolitische Bedeutung verloren. Die Nationalbank hat seit Jahren keine Diskontgeschäfte mehr durchgeführt. Der Festsetzung des Diskontsatzes kam allenfalls noch eine gewisse Signalwirkung zu. Mit der Einführung eines Zinsbandes ist er überflüssig geworden.

## 2.5 Transparenz

Gerade die Geldpolitik einer unabhängigen Notenbank muss für das Publikum transparent sein. Eine transparente Geldpolitik trägt wesentlich zu einer effizienten Gestaltung der wirtschaftlichen Abläufe in einer modernen Marktwirtschaft bei. Sowohl der Internationale Währungsfonds als auch die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich arbeiten seit einiger Zeit an der Ausarbeitung von Richtlinien für die Transparenz von Notenbanken. Wie von den erwähnten internationalen Institutionen immer wieder betont wird, war die Schweizerische Nationalbank bereits bisher Vorreiter für eine transparente Geldpolitik. Mit der Anpassung des geldpolitischen Konzeptes wird die Transparenz noch einmal verbessert.

Mit der Darlegung unseres Konzeptes geben wir dem Publikum den Rahmen für den Ablauf der geldpolitischen Entscheidungen bekannt. Die Eckdaten unserer Entscheidungen, wie die Inflationsprognose und das Zielband für den Libor, publizieren wir regelmässig in verschiedenen Medien. Mit der quartalsweisen Publikation der «Geldpolitischen Beschlüsse» erläutern wir unsere geldpolitischen Entscheidungen detailliert, sodass das Publikum auch Klarheit über deren Hintergründe erhält.

## 2.6 Einige Missverständnisse

Lassen Sie mich zum Abschluss meiner Ausführungen zum geldpolitischen Konzept noch kurz auf zwei Punkte eingehen. Sie betreffen Aspekte, welche im Anschluss an unsere Pressekonferenz vom vergangenen Dezember teilweise falsch interpretiert wurden. Ich benütze die Gelegenheit, um diese Missverständnisse auszuräumen.

Der erste Punkt betrifft die Zinssteuerung. Die Einführung eines Zielbandes für den Libor verleitete einige Kommentatoren zur Aussage, dass die Nationalbank zu einer Zinspolitik übergegangen sei. Unter dem Begriff Zinspolitik wird dabei eine Geldpolitik verstanden, welche einen bestimmten Nominal- oder sogar Realzinssatz mittelfristig anstrebt, sodass der Zinssatz zum eigentlichen Ziel der Geldpolitik wird. Das ist aber nicht unsere Absicht. Das Zielband für den Libor ist eine operative Richtlinie für die Geldmarktsteuerung. Es bekommt dadurch den Charakter eines Signalträgers für die kürzerfristigen Absichten der Nationalbank auf dem Geldmarkt. Wir orientieren uns aber mittelfristig nicht an einer Zinsvorstellung, sondern an der Inflationsprognose. Das Zinsband reflektiert die notwendigen geldpolitischen Massnahmen, um mittelfristig die Preisstabilität zu erhalten. Seine Einführung ist nicht der Ersatz für die Geldmengenziele. Vielmehr übernimmt die Inflationsprognose deren bisherige Rolle.

Der zweite Punkt betrifft die Bezeichnung unserer Strategie. In verschiedenen Kommentaren wurde unsere Strategie als so genannte «Inflationszielstrategie» bezeichnet. Eine solche Strategie, wie sie beispielsweise im Vereinigten Königreich, in Kanada oder in Neuseeland verwendet wird, ist auf das permanente Erreichen eines expliziten Inflationszieles ausgerichtet. Wir verstehen unser Konzept nicht als Inflationszielstrategie. Zwar basieren unsere geldpolitischen Entscheidungen in erster Linie auf einer Inflationsprognose. Wir verfolgen aber kein explizites Inflationsziel. Wie ich bereits erwähnt habe, wird die Inflation in der Schweiz in der kurzen Frist stark durch Faktoren beeinflusst, welche nicht direkt unter der Kontrolle der Nationalbank stehen. Wir können daher keine Verpflichtung eingehen, die Inflation dauernd auf einer bestimmten Höhe zu stabilisieren. Unsere Strategie zielt darauf ab, Preisstabilität mittelfristig zu erhalten. Um dies zu erreichen, verwenden wir eine Reihe wichtiger Indikatoren, insbesondere auch die Geldmenge. Wir verstehen deshalb unser geldpolitisches Konzept als eine breit abgestützte Strategie zur Erhaltung der Preisstabilität.

## 3 Wirtschaftliche Aussichten und Geldpolitik im Jahre 2000

### 3.1 Wirtschaftliche Aussichten

Die wirtschaftlichen Aussichten für das laufende Jahr sind für die schweizerische Volkswirtschaft günstig. Im Einklang mit den massgebenden Prognosen rechnen wir mit einem realen Wachstum in der Grössenordnung von 2%. Die Konjunktur wird dabei sowohl von der Binnennachfrage als auch von den Exporten getragen werden.

Wir erwarten eine weitere deutliche Belebung des Welthandels. Gewisse Risiken gehen allerdings von Japan, wo die Strukturanpassung dringend weitergehen muss, und von den Vereinigten Staaten aus, wo die Konjunktur langsam auslaufen könnte. Die schweizerischen Exporte sollten dennoch im laufenden Jahr stark zunehmen und die Konjunktur kräftig unterstützen. Die Binnenwirtschaft wird weiterhin eine wichtige Konjunkturstütze bleiben. Der private Konsum sollte in der Grössenordnung des Vorjahres zunehmen. Wieder kräftiger dürften die Anlageinvestitionen wachsen. Erfreulicherweise könnten erstmals seit langem auch Impulse von den Bauinvestitionen ausgehen. Die Produktionslücke wird sich im Verlaufe des Jahres 2000 weiter schliessen und die Beschäftigung sollte weiter zunehmen.

Diese für die schweizerische Volkswirtschaft günstige Entwicklung kann vor allem auf drei Ursachen zurückgeführt werden. Erstens hat unsere Wirtschaft in den vergangenen Jahren grosse Anstrengungen unternommen, um ihre strukturellen Probleme zu lösen. Zweitens hat sich das weltwirtschaftliche Klima im Verlauf des letzten Jahres stark verbessert. Und drittens schliesslich hat unsere Wirtschaft von den günstigen monetären Rahmenbedingungen profitiert.

### 3.2 Geldpolitische Absichten

Wir haben im vergangenen Dezember zum ersten Mal eine Inflationsprognose publiziert. Die Inflation in diesem Jahr wird dabei nicht wesentlich von unserer laufenden Geldpolitik abhängen. Als Folge der Wirkungsverzögerung wird unsere momentane Geldpolitik erst die Inflation des nächsten und übernächsten Jahres beeinflussen.

Das Zielband für den Dreimonats-Libor beträgt 1,25%–2,25%. Die Lage des Zielbandes steht im Einklang mit unserer Inflationsprognose. Nach unserem heutigen Wissensstand wird die Teuerung über die nächsten drei Jahre in dem Bereich verbleiben, den wir mit Preisstabilität gleichsetzen, wenn wir den Dreimonatssatz innerhalb des Zielbandes halten. Allerdings dürfte die Teuerung tendenziell leicht ansteigen. Unsere Inflationsprognose für das Jahr 2000 lautet auf 1,5% und für die Jahre 2001 und 2002 auf 1,7%, resp. 1,8%.

Der prognostizierte Verlauf der Inflation steht in Einklang mit der Entwicklung der von uns beobachteten Geldaggregate. Während der Rezession der neunziger Jahre hatte das Wachstum von  $M_3$  als Folge der zunehmend expansiven Geldpolitik der Nationalbank stark zugenommen. Seit dem Frühjahr 1997 verminderte sich das Wachstum wieder, da wir die Geldpolitik nur noch in einem beschränkten Umfang weiter lockerten, und es hat nun ein vergleichsweise tiefes Niveau erreicht. Von der expansiven Geldpolitik, welche wir bis vor kurzem führten, dürften deshalb keine nennenswerten Teuerungsimpulse ausgehen.

Die Nationalbank wird die Entwicklung der massgebenden Indikatoren genau verfolgen und die der Inflationsprognose zugrunde liegenden Analysen periodisch überprüfen. Die ausgeprägte Dynamik der wirtschaftlichen Entwicklung der jüngsten Zeit veranlasst uns zu besonderer Vorsicht. Eine weitere Zunahme des Wirtschaftswachstums könnte unter Umständen die Inflationsgefahren erhöhen.

## 4 Ausblick

Ich möchte mit einigen grundsätzlichen Bemerkungen abschliessen.

Auch die nachgeführte, am Jahresbeginn in Kraft getretene Bundesverfassung beauftragt die Nationalbank, die Geldpolitik im Gesamtinteresse des Landes zu führen. Zusammen mit der Finanzpolitik und der Wettbewerbspolitik soll sie dazu beitragen, Rahmenbedingungen zu schaffen, die ein stetiges Wachstum bei hoher Beschäftigung und geringer Teuerung ermöglichen. Für die Geldpolitik steht dabei die Gewährleistung von Preisstabilität im Vordergrund. Einmal mehr sei betont, dass Preisstabilität kein Selbstzweck ist. Stabile Preise ermöglichen ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum und verhindern sozial unerwünschte Fehlentwicklungen.

Die Anpassung unseres geldpolitischen Konzeptes, welches den eingetretenen Veränderungen auf den Finanzmärkten Rechnung trägt, schafft die nötigen Voraussetzungen, damit wir unseren Auftrag auch in Zukunft erfüllen können. Ein gutes Konzept allein ist aber noch keine Garantie für eine erfolgreiche Geldpolitik. Entscheidend ist die Umsetzung des Konzeptes bzw. die Qualität der geldpolitischen Entscheidungen. Das Konzept kann der geldpolitischen Entscheidungsfindung einen klaren Rahmen geben. Oft kommt es aber nicht so sehr auf die Details eines Konzeptes, sondern vielmehr auf die Bereitschaft der Verantwortlichen an, konsequente Entscheidungen – unter Umständen auch unpopuläre Entscheide – zu treffen. Die geldpolitischen Entscheidungen müssen aber auch durch einen gesellschaftlichen Konsens getragen werden. Die Nationalbank kann ihren Auftrag längerfristig nur dann erfüllen, wenn der politische Wille zu stabilen monetären Verhältnissen in der Schweiz breit abgestützt bleibt.





# Die Europäische Zentralbank und ihre Geldpolitik

Eine kritische Betrachtung der gegenwärtigen Debatte  
um die EZB und ihre geldpolitischen Verfahren

von Ernst Baltensperger  
Ordentlicher Professor für Volkswirtschaftslehre, Universität Bern

Von November 1998 bis Oktober 1999 war E. Baltensperger  
Externer Berater im Bereich Volkswirtschaft der Schweizerischen  
Nationalbank. Der Bericht wurde im Oktober 1999 abgeschlossen.

Das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) und die Europäische Zentralbank (EZB) haben termingerecht zum 1. Januar 1999 ihre Tätigkeit aufgenommen und damit die Verantwortung für die Formulierung und Durchführung der Geldpolitik für den gesamten europäischen Währungsraum übernommen. Im vorliegenden Bericht unternehme ich den Versuch

- die bisherige Politik der EZB in ihren wesentlichen Zügen kurz darzustellen und zu evaluieren
- die allgemeinen Leitlinien und Prinzipien, auf welche sich die EZB bei der Formulierung ihrer Geldpolitik verlässt, zu diskutieren und zu beurteilen
- in diesem Zusammenhang auf die kritische Diskussion einzugehen, welche im Hinblick auf diese Fragestellung durch das Vorgehen der EZB ausgelöst worden ist
- zu überprüfen, ob aus dieser Diskussion für die Geldpolitik allgemein, und damit auch für die schweizerische Geldpolitik, relevante Erkenntnisse gewonnen werden können.

Im Zentrum der Diskussion steht die Beurteilung alternativer geldpolitischer Strategien – eine Auseinandersetzung, welche nicht nur in der Praxis, sondern auch in der Wissenschaft intensiv geführt wird. Im Mittelpunkt steht die Diskussion zwischen den Vertretern des Inflation Targeting und jenen einer Strategie der Geldmengenziele (Monetary Targeting) sowie die Beurteilung der von der EZB für ihre Politik gewählten Mischform dieser beiden. Diese Auseinandersetzung ist, meines Erachtens allerdings zum Teil etwas künstlich, von manchen Diskussionsbeteiligten stark verbunden worden mit Aspekten der Transparenz, der Rechenschaftsablegung gegenüber der Öffentlichkeit und der Glaubwürdigkeit der Notenbankpolitik – Aspekte, auf die ich ebenfalls eingehen werde.

Die Existenz, Wünschbarkeit und institutionelle Struktur des ESZB werde ich hingegen grundsätzlich als gegeben voraussetzen und in diesem Bericht nicht diskutieren, abgesehen von gewissen Aspekten, die in der laufenden Debatte kritisch behandelt worden sind. Die entsprechende Diskussion ist im Vorfeld der Entstehung der EWU bereits intensiv geführt worden und ist in ihren zentralen Zügen bekannt.

## 1 Hintergrund und bisherige Entwicklung der EZB-Politik

### Das geldpolitische Instrumentarium der EZB

Bereits im Vorfeld der Währungsunion haben die beteiligten Notenbanken im Rahmen der Arbeit des Europäischen Währungsinstituts, der Vorgängerinstitution der EZB, festgelegt und erklärt, auf welche geldpolitischen Instrumente sich diese bei der Durchführung ihrer Geldpolitik verlassen wird.<sup>1</sup> Das zentrale Instrument für die Steuerung des Geldmarktzins und der Liquiditätsversorgung der Wirtschaft ist die Offenmarktoperation. In seiner wichtigsten Variante wird dieses Instrument in der Form von regelmäßigen (wöchentlichen) Wertpapierpensionsgeschäften (Repotransaktionen) mit einer Fristigkeit von zwei Wochen eingesetzt (Hauptrefinanzierungsoperationen), ergänzt durch längerfristige, dreimonatige Repogeschäfte mit monatlicher Durchführung, kurzfristige Feinsteuermassnahmen auf Ad-hoc-Basis zur Zinsglättung und Geldmarktberuhigung, sowie «strukturelle» Operationen unterschiedlicher Formen und Motivationen. Der «Pensionsatz» oder «Reposatz», d.h. der für Repogeschäfte geltende Zinssatz wird damit zum entscheidenden Orientierungsdatum für die anderen Geldmarktsätze und zum zentralen Instrument der Geldpolitik der EZB, entsprechend der früheren Praxis der Deutschen Bundesbank sowie anderer wichtiger Zentralbanken.

Zu diesem Instrument hinzu treten zwei ständige Krediteinrichtungen (standing facilities), eine Spitzenrefinanzierungsfazilität (marginal lending facility) und eine Einlagefazilität (deposit facility), über welche die Geschäftsbanken zu festgelegten Zinsbedingungen kurzfristige Liquidität von der Zentralbank beziehen respektive an diese abgeben können. Die Zinssätze für die Benutzung dieser Kreditfazilitäten setzen Eckdaten für den Markt für Tagesgeld (overnight liquidity): Der Einlagesatz bildet die Untergrenze und der Spitzenrefinanzierungssatz (marginal lending rate) die Obergrenze für den Tagesgeldsatz. Diese Refinanzierungsgeschäfte werden von den nationalen Zentralbanken der Mitgliedsländer durchgeführt, aber zu einheitlichen, vom EZB-Rat für das gesamte Eurogebiet festgelegten Bedingungen. In der allerersten Phase der Währungsunion wurden diese beiden Sätze zwecks Vermeidung anfänglicher Schwierigkeiten für die beteiligten Finanzinstitute relativ eng um den Reposatz herum gelegt ( $\pm 0,25\%$ ), bald aber gemäss der eigentlichen Grundvorstellung in wesentlich grösserem Abstand vom Reposatz

<sup>1</sup> Europäisches Währungsinstitut, «Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3. Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des ESZB», September 1998.

(±1 bis 1,5%) neu festgelegt, da diese Fazilitäten von den Banken nur in wirklichen Ausnahmefällen benutzt und nicht zu Instrumenten der Normalfinanzierung werden sollen.

Schliesslich wird dieses Instrumentarium komplettiert durch eine Mindestreserveregelung (mit Durchschnittserfüllung über eine einmonatige Erfüllungsperiode und Verzinsung der Mindestreserven zum Satz für EZB-Hauptrefinanzierungsgeschäfte). Beabsichtigter Zweck der Mindestreserve ist die Schaffung einer «strukturellen» Nachfrage nach Zentralbankgeld und die Stabilisierung des Geldmarktzinssatzes.

Diese Festlegung des Instrumentenkastens der EZB blieb relativ wenig kontrovers und wurde entsprechend wenig diskutiert und kritisiert, obwohl gewisse Unterschiede zur Praxis anderer Zentralbanken bestehen, insbesondere die relativ starke Betonung der ständigen Fazilitäten. Am meisten umstritten war noch der Einschluss der Mindestreserve.

### **Festlegung der geldpolitischen Strategie**

Eine zum Teil sehr kritisch geführte Debatte hat sich umgekehrt rund um die Frage der angemessenen geldpolitischen Strategie entwickelt, welche die EZB bei der Verfolgung ihrer geldpolitischen Ziele verwenden soll. Diese Debatte ist auch vor dem Hintergrund der laufenden wissenschaftlichen Kontroverse um diese Fragestellung zu sehen. Wissenschaftliche Kritik spielt denn auch im Zusammenhang mit der aktuellen Strategiediskussion der EZB eine wichtige Rolle. In erster Linie geht es dabei um die Alternative Geldmengenziele (Monetary Targeting) versus Direkte Inflationsziele (Inflation Targeting) und um die Rolle des Geldes in der monetären Strategie der Zentralbank.

Im Vorfeld der Europäischen Währungsunion hatte das Europäische Währungsinstitut als Vorgängerin der EZB zunächst fünf mögliche Strategien in seine Erwägungen einbezogen:

- Wechselkursziele (Exchange Rate Targeting)
- Zinsziele (Interest Rate Targeting)
- Nominelle Einkommensziele (Nominal Income Targeting)
- Geldmengenziele (Monetary Targeting)
- Direkte Inflationsziele (Inflation Targeting)

Diese Strategien wurden evaluiert im Hinblick auf ihren Beitrag zur Effektivität und Durchschlagskraft der Geldpolitik, zur Transparenz der Geldpolitik, zur Überprüfbarkeit und Kontrollierbarkeit der Geldpolitik (accountability), zur Konsistenz mit der mittelfristigen Orientierung der Geldpolitik, zur Konti-

nuität mit der Vergangenheit und zur Vereinbarkeit mit dem Prinzip der Zentralbankunabhängigkeit. Dabei verengte sich die Diskussion relativ rasch auf die beiden letztgenannten Strategien, also auf das Monetary Targeting und das Inflation Targeting. Beide haben ihre Befürworter im Kreise der teilnehmenden nationalen Zentralbanken. Gewählt wurde aus dieser Situation heraus schliesslich eine Strategieversion, welche Elemente dieser beiden Ansätze miteinander verbindet.

Die geldpolitische Strategie der EZB, in ihren Grundsätzen bereits im Oktober 1998 festgelegt und Anfang 1999 präzisiert und bestätigt,<sup>2</sup> beruht auf drei zentralen Elementen:

- Einer quantitativen Definition des Endziels «Preisstabilität»
- Der Festlegung eines Referenzwerts für das Wachstum der Geldmenge  $M_3$  in der Eurozone
- Einer breit fundierten Beurteilung der Inflationsperspektiven und der Risiken für die Preisstabilität im Euroraum.

Die *Preisstabilität* wird definiert als Zunahme des harmonisierten Indexes der Konsumentenpreise für die Eurozone «von weniger als 2%» (gemäss späterer Präzisierung des EZB-Präsidenten W. Duisenberg zu interpretieren als Zunahme zwischen Null und 2%). Dabei gilt eine mittelfristige Orientierung, d. h. eine gewisse Schwankungsbreite der Inflation in der kurzen Frist aufgrund von Einflüssen, welche nicht der Kontrolle durch die Geldpolitik unterliegen, wird akzeptiert. Die Festlegung eines klar definierten Zieles für die Geldpolitik dient der Gewährleistung von Transparenz und der Erfolgskontrolle (accountability) und ist aus diesem Grund ein zentrales Element der geldpolitischen Strategie.

Der *Referenzwert für die Wachstumsrate von  $M_3$*  soll jene Zuwachsrate reflektieren, welche nach Einschätzung der EZB mit mittelfristiger Preisstabilität im Euroraum konsistent ist, unter Berücksichtigung des realen Wachstumspotenzials der europäischen Wirtschaft, der trendmässigen Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit von  $M_3$  und der jeweiligen Ausgangslage. Seine Ableitung unterliegt damit weitgehend denselben Überlegungen wie jene der früheren Geldmengenziele der Bundesbank. Es wird aber von der EZB betont, dass eine Abweichung des effektiven Geldmengenwachstums von diesem Referenzwert nicht automatisch eine geldpolitische Reaktion (Zinsänderung) auslöst, sondern bloss die Notwendigkeit verschärfter Beobachtung und Analyse signalisiert. Für die geldpolitischen Entscheidungen werden weitere Indikatoren herbeigezogen, sowohl finan-

<sup>2</sup> Vgl. EZB Monatsbericht, Januar 1999.

zieller wie realwirtschaftlicher Art. Entscheidend sind letztlich die Inflationsperspektiven. Der Referenzwert soll aber die Rolle eines festen nominellen Ankers für die Geldpolitik spielen. Im Gegensatz zur früheren Politik der Bundesbank wird kein Korridor für das Geldmengenwachstum festgelegt. Zudem schliesst  $M_3$ -Europa die Geldmarktfonds ein, welche in der früheren Bundesbankdefinition nicht mitberücksichtigt waren.

Die *Inflationsperspektiven* werden von der EZB auf breiter Basis unter Berücksichtigung eines umfangreichen Spektrums von Indikatoren beurteilt. Grundsätzlich sollen alle verfügbaren Informationen Beachtung finden, welche zu einer Einschätzung der Inflationsrisiken beizutragen vermögen. Dazu werden sowohl finanzielle Variablen wie Zinssätze, Zinsstruktur, Geld- und Kreditaggregate, Wechselkurse und andere Vermögenspreise gezählt wie auch realwirtschaftliche Daten, insbesondere Indikatoren von gesamtwirtschaftlicher Nachfrage und Angebot wie output gap, Arbeitsmarktdaten, Kostenentwicklungen, fiskalpolitische Indikatoren, aber auch Umfrageergebnisse. Die EZB vermittelt allerdings ihre Einschätzung der Inflationsperspektiven nur in sehr allgemeiner Umschreibung an die Öffentlichkeit. Die EZB veröffentlicht keine formalen, quantitativen Inflationsprognosen der Art, wie dies das eigentliche Inflation Targeting vorsieht, insbesondere keine Inflationsprognosen im Sinne eines formal-statistischen Modells.<sup>3</sup>

Nicht zuletzt in diesem Punkt, aber auch im Zusammenhang mit der Rolle der Geldmenge in der geldpolitischen Strategie und der Frage der Transparenz und der Überprüfbarkeit der Geldpolitik, setzt die von verschiedener Seite her an der EZB geäußerte Kritik an, auf welche in nachfolgenden Abschnitten noch näher eingegangen werden soll.

## Die bisherige Geldpolitik der EZB

Wurden die grundsätzlichen, strategischen Entscheidungen der EZB von ihren Beobachtern teilweise sehr kritisch aufgenommen, so gab die effektive Durchführung der Geldpolitik durch die EZB bisher, abgesehen von gewissen Details und einigen anfänglichen Irritationen, vor allem zwischen dem ehemaligen deutschen Finanzminister Oskar Lafontaine und der EZB, zu verhältnismässig wenig Kritik Anlass. Dies hat natürlich nicht zuletzt damit zu tun, dass die Geldpolitik in Phasen der Lockerung und Expansion im Allgemeinen auf breites Wohlwollen und wenig Widerstand zu stossen pfllegt.

Der Zinssatz für die Offenmarktoperationen des ESZB (Reposatz, Hauptrefinanzierungssatz) wurde Anfang Jahr zunächst auf 3% festgelegt bzw. aus dem Vorjahr von der Bundesbank und den anderen teilnehmenden Zentralbanken übernommen, welche diesen Zinssatz noch im Dezember 1998 in einer koordinierten Aktion auf 3% reduziert hatten. Der marginale Refinanzierungssatz und der Einlagesatz der ständigen Fazilitäten wurden für die Übergangsphase auf 3,25% und 2,75% festgesetzt. Die Abweichungen vom Hauptrefinanzierungssatz wurden für die Anfangsphase der Währungsunion mit je einem Viertelprozentpunkt bewusst gering gehalten, um den Banken der teilnehmenden Länder die Angewöhnung an das neue System zu erleichtern. Schon von Anfang an wurde aber eine Erweiterung dieses Abstands auf je 1 bis 1,5 Prozentpunkte vorgesehen. Entsprechend wurden diese Sätze am 21.1.1999 auf 2% resp. 4,5% festgesetzt.

Der Referenzwert für das Wachstum von  $M_3$  wurde für 1999 auf 4,5% fixiert. Hinter dieser Ziffer standen die Vorstellungen eines realen Potenzialwachstums von 2–2,5% und einer trendmässigen Abnahme der Umlaufgeschwindigkeit von  $M_3$  von einem halben bis einem Prozentpunkt pro Jahr (für 1999 «eher nur 0,5%») sowie die vorerwähnte Definition der Preisstabilität (Inflationsrate zwischen 0–2%).

Bei der Festlegung dieser Eckdaten ihrer Geldpolitik ging die EZB davon aus, dass die Inflationsperspektiven als günstig beurteilt werden können: Das Ziel der Preisstabilität im Euroraum sei praktisch erreicht und zukünftige Inflationsrisiken kaum sichtbar. Dies erlaubte es der EZB, in ihrer Politik den nach wie vor eher unsicheren Konjunkturaussichten durch die Beibehaltung des bisherigen Reposatzes von 3% Rechnung zu tragen. Eine weitere Senkung wurde aber angesichts der vorausgehenden Reduktion vom

<sup>3</sup> Inzwischen hat die EZB in Aussicht gestellt, solche Prognosen und die ihnen zugrundeliegenden Modelle zu veröffentlichen.

Dezember 1998 als unangemessen betrachtet. Der Stellenwert des  $M_3$ -Referenzwerts wurde untermauert durch den Hinweis auf Analysen, welche eine relativ hohe Stabilität der  $M_3$ -Nachfrage im Euroraum und der Beziehung zwischen Preisniveau und  $M_3$  zu belegen versuchen.<sup>4</sup>

Im April 1999 nahm die EZB erstmals eine Änderung ihres Hauptrefinanzierungssatzes vor, indem sie den Reposatz um 50 Basispunkte von 3% auf 2,5% ermässigte. Die marginal lending rate und der Einlagesatz wurden gleichzeitig auf 3,5% resp. 1,5% gesenkt. Dieser monetäre Lockerungsschritt erfolgte angesichts einer nach wie vor moderaten Konjunktur-entwicklung bei einer Inflationsrate von weniger als 1% und einer Wachstumsrate von  $M_3$ , welche mit 5,2% den Referenzwert knapp übertraf. Dieser Schritt bot eine gewisse Angriffsfläche für Kritik,<sup>5</sup> weil er als ein verspätetes und von der Wirtschaftslage her nicht unbedingt zwingendes Nachgeben gegenüber entsprechenden Forderungen, insbesondere seitens des früheren deutschen Finanzministers Oskar Lafontaine, interpretiert werden konnte. Da die unmittelbaren Inflationsrisiken aber allgemein als gering eingestuft wurden und die realwirtschaftliche Entwicklung in grossen Teilen Europas nach wie vor zu wünschen übrig liess, blieb diese Kritik bescheiden und überwog insgesamt klar der Applaus.

Zu einiger Verwirrung trugen im Laufe des ersten Halbjahres Äusserungen wichtiger Exponenten des ESZB zur Entwicklung des Wechselkurses bei. Der Euro startete zum Jahresbeginn in einer gewissen Euphorie und mit einigen Vorschusslorbeeren bei einem Kurs gegenüber dem US-Dollar von etwa 1,17 sehr stark, wertete sich dann aber gegenüber dem Dollar im Laufe des Jahres um zeitweise bis zu 10% ab, bevor er sich im Sommer wieder etwas auffing und im Verlaufe des Herbstes weiter befestigte. Diese Kursentwicklung darf an sich weitgehend als Normalisierung eines etwas übersteigerten, überoptimistischen Einstiegsurses sowie als Reflektion der Stärke der amerikanischen Wirtschaft und Wirtschaftspolitik betrachtet werden. Sie stellt auch nichts Aussergewöhnliches dar, gemessen an früheren Schwankungen der europäischen Währungen, einschliesslich der D-Mark, gegenüber dem Dollar. Gleichwohl wurde sie aber von den Finanzmärkten zunehmend als Misstrauensvotum gegenüber dem Euro und der hinter ihm stehenden europäischen Wirtschaftspolitik interpretiert. Dies veranlasste Repräsentanten der EZB zu einer Reihe von teilweise etwas widersprüchlichen Äusserungen zur Rolle des Wechselkurses für die Geldpolitik der EZB, welche abwechslungsweise

«benign neglect» und Berücksichtigung des Wechselkurses in Aussicht zu stellen schienen. So haben die Autoren des EMU-Monitor (1999) der EZB eine schlechte Kommunikation ihrer Haltung gegenüber der Wechselkursentwicklung vorgeworfen: Einerseits betone die EZB, dass sie kein Wechselkursziel verfolge, andererseits aber kündige sie Interventionen am Devisenmarkt im Falle von Verwerfungen an, ohne allerdings Angaben darüber zu machen, was genau unter Verwerfungen zu verstehen sei. Zudem habe sie durch ihre kräftige Zinssenkung vom April selber zur Schwächung des Euro beigetragen. Derartige Äusserungen zur Devisenmarktsituation stifteten nur Verwirrung und hätten im Rahmen einer auf Preisstabilität ausgerichteten EZB-Politik keinen Platz.

Das Wachstum von  $M_3$  blieb im ersten Halbjahr 1999 zwar etwas über dem Referenzwert, aber nur geringfügig, und gab somit wenig Anlass zu Befürchtungen zunehmender Inflation. Erst im Juli liess das Wachstum der Geldaggregate und des Kreditvolumens sowie ein leichtes Anziehen der Inflationsrate (auf allerdings nach wie vor sehr tiefem Niveau) gewisse Bedenken entstehen, welche den EZB-Präsidenten Duisenberg veranlassten, von einer leichten Neigung zu einer restriktiveren Politik zu sprechen («... that a bias towards a tighter monetary policy was creeping into the ECB's deliberations», Financial Times, 20. Juli 1999).

Im August hielten sich in Finanzmarktkreisen bei nach wie vor unverändertem Kurs der EZB unterschiedliche Meinungen und Spekulationen zur Frage einer Zinsänderung etwa die Waage. Einerseits schienen das nach wie vor etwas zu hohe Geldmengenzwachstum sowie die anziehenden Konjunkturaussichten für eine gelegentliche Straffung zu sprechen. Andererseits bewog die weiterhin sehr geringe Teuerung viele Beobachter zur Meinung, dass eine Zinserhöhung noch nicht unmittelbar bevorstehen sollte. Ende September/Anfang Oktober veranlassten die zunehmend positiver eingeschätzten Konjunkturaussichten und die stärker gewichteten Inflationsrisiken verschiedene Vertreter der EZB, die Möglichkeit einer gelegentlichen Straffung der europäischen Geldpolitik etwas stärker in den Vordergrund zu stellen.

### **Der Euro und der Schweizer Franken**

Das Verhältnis zwischen dem Euro und dem Schweizer Franken ist seit Beginn der Währungsunion äusserst stabil geblieben und durch geringfügige Schwankungen kaum gestört worden. Insofern hat sich die Einführung des Euro für die Schweiz und die SNB bisher praktisch problemlos vollzogen. Dies

4 Vgl. EZB Monatsbericht, Februar 1999.

5 Vgl. etwa EMU-Monitor 1999.

reflektiert zweifellos in starkem Mass eine im Grundsätzlichen genau gleich orientierte, auf mittel- und langfristige Preisstabilität ausgerichtete Politik sowie eine ähnliche Entwicklung des Wirtschaftszustands, aber auch das Bestreben der Nationalbank, durch ihre Politik und entsprechende Verlautbarungen den Franken als Objekt der Spekulation unattraktiv zu machen.

Bei allem Verständnis für dieses Bestreben denke ich, dass die SNB auch Sorge dazu tragen sollte, dass sie nicht allzu sehr als Anhängsel und Vasall des Eurosystems betrachtet wird. Andernfalls besteht die nicht zu unterschätzende Gefahr, dass die Märkte mehr und mehr den Franken als Schattenwährung zum Euro sehen. Ein solcher Zustand mag zwar heute als geld- und wirtschaftspolitisch angenehm und unproblematisch erscheinen. Er könnte sich aber ohne weiteres auch plötzlich einmal als unerwünscht erweisen, sollte der Euro in unruhige Gewässer geraten und in seiner Stabilität angezweifelt werden. Je stärker sich der Schweizer Franken zuvor in die Abhängigkeit des Euro begeben hat, umso schwieriger wäre es in einem solchen Fall, plötzlich wieder geldpolitische Selbständigkeit demonstrieren zu wollen. Ausserdem würde eine zunehmende Abhängigkeit zu einem Schwinden des Zinsvorteils für den Franken beitragen und im Extremfall zu seinem Verlust führen.

## 2 Die monetäre Strategie der EZB im Vergleich zum Inflation Targeting: Betonung einer irrelevanten Indikatorgrösse?

Die geldpolitische Strategie der EZB, welche eine Mischform zwischen einer Strategie der Geldmengensteuerung und jener des Inflation Targeting darstellt, ist von Anfang an starker Kritik seitens von Vertretern des reinen Inflation Targeting ausgesetzt gewesen. Hauptexponent dieser Kritik aus der Sicht der Wissenschaft ist Svensson, der in einer Reihe von Veröffentlichungen die monetäre Strategie der EZB mit der von ihm propagierten Form des Inflation Targeting, dem Inflation Forecast Targeting, konfrontiert hat (vgl. z. B. Svensson 1998, Svensson 1999).<sup>6</sup> Svenssons Kritik umfasst zwei Aspekte, welche in seiner Sicht miteinander verbunden sind, die ich hier aber gleichwohl getrennt behandeln will. Einerseits

geht es um den Vorwurf der Berücksichtigung und Betonung einer geldpolitisch irrelevanten Indikatorgrösse, des Geldmengenwachstums, andererseits um die Anschuldigung, dass die EZB-Strategie aus genau diesem Grund inhärenterweise intransparent sei und der Rechenschaftsablegung der Zentralbank gegenüber der Öffentlichkeit und ihrer Leistungskontrolle durch die demokratisch dazu legitimierten Organe hinderlich sei. Der erste dieser beiden Kritikpunkte hat mit der Rolle des Geldes für die Analyse des geldpolitischen Entscheidungsprozesses zu tun, der zweite mit seiner Rolle für die Kommunikation der Zentralbank mit der Öffentlichkeit. Ich will im vorliegenden Abschnitt auf den ersten dieser beiden Kritikpunkte eingehen. Der zweite, der u. a. auch von Buiter (1999) mit Nachdruck erhoben worden ist, soll in einem anschliessenden Abschnitt behandelt werden.

Die Strategie der EZB ist weder ein reines Monetary Targeting noch ein reines Inflation Targeting, umfasst aber Elemente beider Ansätze. Svensson stösst sich an der Tatsache, dass die EZB sich in ihrer Analyse der Geldpolitik, wie auch in der Vermittlung dieser Geldpolitik gegenüber der Öffentlichkeit, in erheblichem Masse auf die Geldmengenentwicklung abstützen will. Er ist der Überzeugung, dass dies entweder zu einer ineffizienten, suboptimalen (im Falle einer Hinwendung zu «striktem» Monetary Targeting) oder aber zu einer unnötig komplizierten Geldpolitik führt (mit Konsequenzen für die Kommunikation und Transparenz der Geldpolitik).

<sup>6</sup> Ähnlich argumentieren zahlreiche andere Autoren, z. B. Bofinger (1999) Bernanke et al. (1999) oder Blinder (1998).

## Svenssons Analyserahmen

Zum Verständnis dieser Kritik ist es notwendig, den gedanklichen Rahmen von Svenssons Analyse des Inflation Targeting und des Monetary Targeting kurz zu skizzieren. Svenssons Diskussion beruht auf einem ziemlich konventionellen makroökonomischen Modelltypus, welcher genau bekannte ökonomische Strukturzusammenhänge, einschliesslich einer exakt bekannten Lagstruktur, unterstellt. Unsicherheit wird allein in der Form additiver Störterme berücksichtigt, nicht aber in der Form von Ungewissheit über Modell- und Lagstruktur. Der (einzige im Modell erscheinende) Zinssatz wird als Instrument der Zentralbankpolitik behandelt, erscheint also als eine rein politikbestimmte Variable. Das Modell funktioniert im Wesentlichen so, dass die Zentralbank durch eine Senkung des Zinssatzes mit einer Verzögerung von einer Periode die gesamtwirtschaftliche Nachfrage anregt und damit das Produktions- und Einkommensniveau erhöht, und vice versa. Eine «neutrale» Situation liegt dabei vor, wenn der Zinssatz so festgelegt wird, dass sich nach Abzug der erwarteten Inflationsrate gerade der «natürliche» Realzinssatz ergibt, d. h. jener Realzinssatz, der mit einer «Outputlücke» von Null respektive einer Nachfrage genau auf der Höhe des Potenzialoutputniveaus konsistent ist. Wird der Zinssatz über diesem Niveau festgesetzt, ergibt sich eine positive Outputlücke, und umgekehrt. Die Veränderung der Inflationsrate gegenüber der Vorperiode bestimmt sich dann durch die Outputlücke (der Vorperiode), also über einen kurzfristigen Phillipskurvenzusammenhang. Die Zentralbank bestimmt somit mit ihrer Zinspolitik das Einkommensniveau mit einer einperiodigen und die Inflationsrate mit einer zweiperiodigen Verzögerung. Diese Wirkungen der Geldpolitik können natürlich durch die Einflüsse von Störvariablen kurzfristig überlagert werden. An den Wirkungszusammenhängen der Geldpolitik ändert dies aber nichts.

Da die Zentralbankpolitik in diesem Modell als reine Politik der Zinsfestlegung charakterisiert wird, muss die Zentralbank die Geldmenge stets an die beim festgelegten Zinssatz ausgeübte Geldnachfrage anpassen, wobei Svensson auch hier eine einperiodige Verzögerung in der Anpassung der Geldnachfrage an Zinsänderungen unterstellt. Die Geldmenge wird also rein endogen mit einer Verzögerung von einer Periode durch die Zinspolitik der Notenbank bestimmt. Eine Interaktion zwischen Geldmenge, Zinssätzen und Produktion respektive Einkommen in der laufenden Periode findet annahmegemäss nicht statt. Es ist aus dieser Modellformulierung heraus

nahe liegend, dass Geldmenge und Geldnachfrage unter diesen Bedingungen für die Formulierung der Geldpolitik keine wesentliche Rolle spielen können – genau so, wie dies Svensson in seiner Analyse auch findet.

Svensson geht davon aus, dass die Zentralbank bestrebt sein sollte, mithilfe ihrer Politik die Abweichungen der Inflationsrate von einem Inflationsziel zu minimieren, dass sie zugleich aber mit einem gewissen Gewicht auch Schwankungen der Produktion und des Einkommens um ihren Normalwert herum zu vermeiden versuchen sollte. Er betont aber richtigerweise, dass zwischen den Zielgrössen Inflation und Output eine klare Asymmetrie besteht. Währenddem die Zentralbank mit ihrer Politik sowohl die durchschnittliche (trendmässige) Inflationsrate wie auch die Schwankungen der Inflationsrate um diesen Durchschnittswert herum bestimmt, muss sie das durchschnittliche Outputniveau (Potenzialoutputniveau) als realwirtschaftlich gegeben hinnehmen und sich darauf beschränken, auf die Schwankungen des Outputs um diesen Durchschnittswert herum einzuwirken. Es gibt also in diesem Sinn für die Geldpolitik kein mit dem von ihr wählbaren Inflationsziel vergleichbares (wählbares) Outputziel.

Wie sieht eine optimale Geldpolitik in diesem Kontext aus? Offensichtlich ist es unter den von Svensson modellierten Bedingungen effizient, wenn die Zentralbank ihre Instrumente direkt auf das angestrebte Endziel hin ausrichtet, also bei einem prioritären Endziel «Inflation» in erster Linie auf das Inflationsziel. Bei exakt bekannter Modellstruktur ist es stets problemlos möglich, genau jenen Instrumenteneinsatz zu berechnen, der mit dem angestrebten Endziel übereinstimmt. Eine monetäre Zwischenzielstrategie, egal mit welchem Zwischenziel, ist offensichtlich überflüssig. Anders ausgedrückt: Ein direktes, einstufiges Optimierungsverfahren ist optimal, ein zweistufiges Entscheidungsverfahren mit einem zusätzlichen, intermediären Ziel ist redundant und hat keine Rechtfertigung. Bei Unsicherheit in Form additiver Störelemente lässt sich aus der Instrumentenfestlegung natürlich nur auf die durchschnittliche oder «erwartete» Zielerreichung schliessen, d. h. man kann den Instrumenteneinsatz so festlegen, dass das Endziel im Durchschnitt bzw. im Erwartungswert realisiert wird. Dies ist genau das, was Svensson als Inflation Targeting resp., bei additiver Unsicherheit, als Inflation Forecast Targeting beschreibt: Die Zentralbank reagiert mit ihrem Instrument auf Abweichungen zwischen der Inflationsprognose und ihrem Inflationsziel bzw. sie bestimmt den Instrumen-



teneinsatz so, dass die erwartete Inflationsrate mit dem Inflationsziel übereinstimmt. Die Geldmenge und die Geldnachfrage können unter diesen Bedingungen als Indikatorvariablen für die Geldpolitik nur eine Rolle spielen, wenn und soweit sie für die Inflationsprognose relevante Informationen enthalten. In dem von Svensson verwendeten Modelltypus ist dies, wie bereits erwähnt, offensichtlich nicht der Fall: Die Geldmenge ist eine mit einperiodiger Verzögerung durch den von der Zentralbank festgelegten Zinssatz und die Geldnachfrage rekursiv bestimmte Grösse und kann für die geldpolitischen Entscheidungen der Zentralbank keine Rolle spielen.

Auf diesem gedanklichen Hintergrund diskutiert Svensson das Monetary Targeting und die Strategie der EZB. Was das Monetary Targeting betrifft, unterscheidet er zwischen einer «strikten» und einer «flexiblen» Version. Striktes Monetary Targeting bedeutet, dass die Zentralbank die Geldmenge als eine zusätzliche, intermediäre Zielgrösse (neben der Endzielgrösse Inflation) einführt, wobei der Zielwert so bestimmt ist, dass er im Erwartungswert mit der angestrebten Inflationsrate konsistent ist. Die Zentralbank versucht dann, die Abweichungen der Geldmenge von diesem Zielwert möglichst gering zu halten. Wie bereits erwähnt ist dies bei einer bekannten ökonomischen Struktur, welche höchstens durch additive Störterme kompliziert wird, nicht optimal.<sup>7</sup> Flexibles Monetary Targeting andererseits bedeutet, dass die Zentralbank die eben genannte Problematik berücksichtigt und das Zwischenziel immer so anpasst, dass es mit dem angestrebten Endziel konsistent ist. Diese Art von Monetary Targeting, welche viel näher bei dem ist, was die eine Politik der Geldmengenziele verfolgenden Notenbanken wirklich praktizieren, ist im Endergebnis äquivalent mit Svenssons Inflation Forecast Targeting (Svensson spricht deshalb auch von «Inflation Targeting in Disguise»), also mit der effizienten Strategie, ist aber unnötig kompliziert (und behindert gemäss Svensson die Kommunikation der Zentralbank mit der Öffentlichkeit, vgl. Abschnitt 4). Die monetäre Strategie der EZB ist für Svensson aus dem Grunde unglücklich gewählt und abzulehnen, weil sie der Geldmenge eine prominente Rolle einräumt, d.h. zumindest teilweise die Verfahren des Monetary Targeting übernimmt.

### **Die Rolle von Ungewissheit über Modell- und Lagstruktur**

Ist dies eine sinnvolle Interpretation des Monetary Targeting? Ich bin der Meinung, dass Svenssons Diskussion dem Gedanken des Monetary Targeting

und der Rolle der Geldmenge in einer geldpolitischen Strategie nicht wirklich gerecht wird. In Svenssons Diskussionsrahmen, d.h. bei Absenz von Ungewissheit über Modell- und Lagstruktur, ist ein einstufiges Optimierungsprozedere immer vorzuziehen und hat somit eine monetäre Zwischenzielvariable in offensichtlicher Weise keinen Platz. Dies ist eigentlich in der Literatur unbestritten. Es trifft zwar meines Erachtens zu, dass eine rigorose Begründung einer zweistufigen Strategie mit Zwischenziel auf formal-analytischer Ebene bisher von niemandem wirklich befriedigend geleistet worden ist. Die entsprechenden Argumentationen sind immer in verbaler und etwas unpräziser Form vorgebracht worden. Es war aber immer klar, dass die Rechtfertigung für eine Zwischenzielstrategie essenziell in Unsicherheit über die Modell- und Lagstruktur begründet sein muss; vgl. z.B. Brunner und Meltzer (1969) oder Friedmans lange und variable Lags (Friedman, 1959, 1968). Wenn man das Monetary Targeting, aufgefasst als zweistufiges Verfahren mit Zwischenziel, ernsthaft analysieren will, müsste man daher die Diskussion auf dieser Ebene aufnehmen und prüfen, ob es sich unter diesen Bedingungen als vereinfachtes Verfahren («rule of thumb») rechtfertigen lässt. Etwas anderes ist von seinen Vertretern nie wirklich beansprucht worden. Dies tut aber Svensson nicht. Er beweist stattdessen etwas, was im Grunde genommen völlig unkontrovers ist, nämlich die Optimalität eines einstufigen Optimierungsverfahrens bei exakt bekannter Modell- und Lagstruktur. Dabei ist daran zu erinnern, dass in der ökonomischen und wirtschaftspolitischen Realität Ungewissheit über Modell- und Lagstruktur zu den zentralen Herausforderungen zählen. Ich glaube deshalb, dass Svensson das Monetary Targeting auf einer Ebene diskutiert, auf der es nicht diskutiert zu werden braucht, und dass er es umgekehrt nicht auf jener Ebene diskutiert, auf der es diskutiert werden sollte.

<sup>7</sup> Vgl. dazu Friedman (1975) oder Niehans (1978).

## Alternative Modellformulierungen und die Rolle des Geldes in der Geldpolitik

Aber selbst wenn wir auf der Basis einer exakt bekannten Modell- und Lagstruktur argumentieren, so dass ein einstufiges Entscheidungsprozedere effizient ist, lässt sich Svenssons Ergebnis, wonach Geldmenge und Geldnachfrage für die optimale Geldpolitik irrelevante Variable seien, bei einer allgemeinen Betrachtungsweise hinterfragen. Dieses Ergebnis ist für den von Svensson verwendeten Modelltyp sicherlich folgerichtig. Wir können aber durchaus alternative Spezifikationen der ökonomischen Struktur in Betracht ziehen, welche a priori ebenso vernünftig und vertretbar sind wie die von Svensson bevorzugte, jedoch dieses Ergebnis in Frage stellen und dem Geld eine potenziell bedeutende Rolle für die Geldpolitik zurückgeben. Im Folgenden seien vier Alternativen betrachtet, welche das Modell von Svensson in diesem Sinne in nicht trivialer Weise verändern:

### *a. Geldmarktzins versus Kapitalmarktzins und explizite Modellierung des monetären Kontrollprozesses*

Svenssons Überlegungen basieren auf einem Modell, welches nur einen Zinssatz und nur ein monetäres Aggregat enthält, entsprechend dem verbreiteten makroökonomischen Standardmodell (IS-LM, AS-AD). Ein Modell dieser Abstraktionsstufe ist für die Analyse zahlreicher makroökonomischer und auch geldtheoretischer Fragestellungen sicher zweckmässig. Es erlaubt aber keine Beschreibung des Prozesses, über welchen die Zentralbank mithilfe ihrer eigentlichen Instrumente die Geld- und Finanzmärkte, und damit den Kapitalmarktzins und die verschiedenen Geldaggregate, beeinflusst. Insofern stellt sich die Frage, ob es für eine explizite Analyse des geldpolitischen Kontrollprozesses und alternativer geldpolitischer Strategien wirklich einen geeigneten Rahmen abgibt. Wir können stattdessen ein Modell betrachten, welches explizit zwischen dem Geldmarktzins und dem Kapitalmarktzins sowie zwischen dem Markt für Zentralbankgeld (Basisgeld) und jenem für die breiteren Geldaggregate differenziert. Die Zentralbank kann dann den Geldmarktzins als ihr Instrument benutzen, wie dies bei den meisten Notenbanken der Fall ist, aber der Kapitalmarktzins, der für die gesamtwirtschaftliche Nachfrage bestimmend ist, wird endogen durch die Marktkräfte bestimmt. Dabei sind die Erwartungen sowie die relativen Liquiditätscharakteristika der verschiedenen Segmente des Finanz- und Geldmarktes (und damit die relativen Nachfragen nach Zentralbankgeld, weitergefassten

Geldaggregaten und anderen Finanzaktiva) entscheidend, setzen sie doch die Bedingungen für ein Gleichgewicht in diesen Märkten. Das Verhältnis zwischen den verschiedenen Zinssätzen wird dann mitbestimmt durch relative Nachfrage- und Angebotsverschiebungen in diesen Märkten, d.h. durch finanzielle und monetäre Faktoren, und die Geldmengen und Geldnachfragen erhalten wieder eine potenziell bedeutende Rolle für die Geldpolitik, selbst in einem Rahmen, der ansonsten jenem von Svensson entspricht. Dies bedeutet Berücksichtigung jener Faktoren und Einflüsse, welche traditionellerweise als «Geldmultiplikatorschocks» bezeichnet worden sind und welche in der etablierten Geld- und Makrotheorie eine erhebliche Tradition besitzen und insbesondere in den 60er und 70er Jahren von Autoren wie Brunner und Meltzer (1968) oder Tobin (1969) intensiv diskutiert worden sind, seither aber zu Unrecht stark in den Hintergrund geschoben worden sind. Eine Kontrolle des Geldmarktzinses bedeutet nicht eine direkte Kontrolle des (nominellen und realen) Kapitalmarktzinses, und der Zusammenhang zwischen beiden ist beeinflusst von Geld- und Finanzmarktentwicklungen und -störungen. Dass dies in der Realität der Fall ist und den Zusammenhang zwischen Geldpolitik (Geldmarktzins) und gesamtwirtschaftlicher Nachfrage wesentlich undurchsichtiger macht, als dies das Standardmodell von Svensson suggeriert, dürfte in der geldpolitischen Praxis unbestritten sein. Der Geldmarkt lässt sich dann nicht mehr einfach als Appendix an ein von ihm unabhängiges Inflations- und Outputbestimmungsmodell anheften, wie dies bei Svensson der Fall ist.

### *b. Alternative Inflationsbestimmungsgleichung*

Svenssons Analyse beruht auf einer Inflationsanpassungsgleichung, welche die Inflationsrate im Wesentlichen aus der Inflationsrate der Vorperiode und der Nachfragerlücke (der Vorperiode) bestimmt. Eine alternative Formulierung des Inflationsbestimmungsprozesses, welche a priori ebenso gut vertretbar erscheint, erklärt die Anpassungen von Preisniveau und Inflation aus der Diskrepanz zwischen effektiver und langfristig gewünschter realer Geldhaltung bzw., anders ausgedrückt, aus der «Preislücke», wie sie vom sog.  $P^*$ -Ansatz definiert wird. Es ist zwar zuzugeben, dass eine über alle Zweifel erhabene mikroökonomische Fundierung einer solchen Preisanpassungsgleichung nicht vorliegt. Das gilt aber genau so für alternative Preisanpassungsgleichungen und insbesondere für die Phillipskurvenformulierung, welche von Svensson und dem makro-

ökonomischen Standardansatz bevorzugt wird. Im Sinne theoretischer Tradition können beide Ansätze vergleichbare Ansprüche erheben, und der hier genannte alternative Ansatz bringt sogar besser die traditionelle (und gegenüber der Öffentlichkeit relativ leicht vermittelbare) theoretische Grundvorstellung zum Ausdruck, dass die Inflation fundamental ein monetäres Phänomen ist. Bei dieser alternativen Formulierung sind Geldmenge und Geldnachfrage unmittelbar für die Inflationsprognose und damit auch für die Formulierung der Geldpolitik relevant. Für diese alternative Variante spricht auch die empirische Tatsache, dass Geldmengenaggregate tatsächlich einen wichtigen Beitrag zu optimalen Inflationsprognosen zu leisten in der Lage sind (vgl. z.B. Jordan 1999).

*c. Simultaneität zwischen Zinssatz, Geldmenge und Güternachfrage und automatische Stabilisatoreffekte einer Geldmengenpolitik*

Svenssons Analyse beruht auf einer speziellen zeitlichen Abfolge der Geschehnisse, bei der die Zentralbank den Zinssatz der laufenden Periode festsetzt und damit die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, das Outputniveau und die Geldmenge der Nachperiode sowie die Inflationsrate der übernächsten Periode beeinflusst. Für die laufende Periode ist, abgesehen von der Geldpolitik und den laufenden Störeinflüssen, alles vorherbestimmt. Die Geldpolitik der Periode  $t$  ist also effektiv die Geldpolitik für die Periode  $t+1$  (und  $t+2$ ). Es gibt in diesem Modell keine Möglichkeit, den Effekt einer in Periode  $t$  auftretenden (nichtantizipierten) Nachfragestörung auf das Outputniveau von Periode  $t$  zu dämpfen. Die Wahl des Zinssatzes für Periode  $t$  durch die Zentralbank hat keinerlei Konsequenzen in Periode  $t$ , weder im Gütermarkt noch im Geldmarkt. Man könnte also beispielsweise den Zinssatz in Periode  $t$  verdoppeln, ohne dass dies die Geldmarktverhältnisse in Periode  $t$  in irgendeiner Weise stören würde. Alle Auswirkungen finden erst in Periode  $t+1$  statt.

Ist es sinnvoll, bei der Analyse geldpolitischer Prozesse mit Modellen zu arbeiten, welche keinerlei Simultaneität zwischen Zinssatz, Geldmenge und Nachfrageschocks innerhalb der Periode zulassen? In meinem Urteil ist dies fragwürdig; sicher in einem Jahresmodell, aber selbst in einem Quartalsmodell. In einer fundamentalen Hinsicht sind Entscheidungen über Zinssätze immer auch Entscheidungen über Mengen an Liquidität oder Geld. Eine vernünftige Spezifikation des Geldmarktes und der Geldpolitik sollte diese Simultaneität irgendwie zum Ausdruck bringen.

Die traditionelle Analyse der Geldpolitik tut dies auch in beträchtlichem Mass. So beruht die ganze auf Poole (1970) zurückgehende Analyse von Geldmengen- versus Zinsstrategien in der Geldpolitik genau auf dieser Simultaneität und den durch sie ins Spiel gebrachten unterschiedlichen automatischen Stabilisatoreffekten dieser beiden Politikvarianten. In einem Modell, welches eine gewisse Simultaneität in der Bestimmung von Zinssatz, Geldmenge und gesamtwirtschaftlicher Nachfrage zulässt (was die Existenz zusätzlicher verzögerter Wirkungszusammenhänge nicht ausschliesst) hat die Notenbank die Wahl – im Gegensatz zum Ansatz von Svensson – einen Zinssatz oder ein monetäres Aggregat als «Instrument» zu benutzen. Im ersten Fall muss sie (wie bei Svensson) die Bestimmung der Geldmenge den Marktkräften überlassen, im zweiten Fall die Bestimmung des Zinssatzes. Der Vorteil der Geldmengenstrategie liegt dann bekanntlich gemäss Poole genau darin, dass die bei fixierter Geldmenge durch eine Steigerung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage automatisch ausgelöste Zinserhöhung von selbst eine stabilisierende Wirkung auf die Nachfrage ausübt, welche im Fall einer Zinsfestlegung nicht eintritt. Im Falle einer Störung im monetären Bereich liegt der Vorteil natürlich umgekehrt bei der Zinspolitik.

Es gibt also Bedingungen, unter denen eine Politik der Geldmengenfestlegung Vorteile hat gegenüber einer Politik der Zinsfestlegung. Es ist klar, dass in solchen Fällen die optimale Politik eine Politik ist, für welche Geldmenge und Geldnachfrage Relevanz haben. Svenssons Analyserahmen schliesst aber die Betrachtung solcher Zusammenhänge a priori aus. Bei der von ihm unterstellten Modellstruktur können eine Politik der Geldmengenfixierung und ihre Vorteile im Sinne von Poole überhaupt nicht diskutiert werden, da nur der Zinssatz für die Zentralbank als Politikinstrument verfügbar ist, nicht jedoch die Geldmenge.

Ich möchte an dieser Stelle betonen, dass diese Problematik meines Erachtens nichts zu tun hat mit der Tatsache, dass die meisten Notenbanken in der operativen Durchführung ihrer Geldpolitik einen Geldmarktzinssatz und nicht ein monetäres Aggregat als Instrument verwenden. Der Zinssatz, der im von Svensson benutzten Standardmakromodell erscheint, muss sinnvollerweise nicht als Geldmarktsatz, sondern als Kapitalmarktzinssatz interpretiert werden, weil es dieser Zinssatz ist, welcher die gesamtwirtschaftliche Nachfrage mitbestimmt. Der Kapitalmarktzins ist aber genau so wenig ein direktes Instrument der Zentralbankpolitik wie die weit gefassten Geldmengenaggregate, sondern eine Grösse, welche (wie diese) über einen monetären Kontrollprozess in Abhängigkeit von den eigentlichen Instrumenten endogen bestimmt wird. Wenn wir auf der Abstraktionsstufe des von Svensson verwendeten Standardmakromodells argumentieren, dürfen wir genau so gut die Geldmenge wie den Kapitalmarktzinssatz vereinfachend als Instrument betrachten, unabhängig davon, ob die Notenbank auf der (hier gar nicht modellierten) operativen Ebene über einen Geldmarktzinssatz operiert oder nicht. Es geht hier vielmehr um die Frage, ob und unter welchen Umständen die Zentralbank über die Ausrichtung ihrer Politik auf die Geldmenge ein stabilisierendes Element in die Politik hineinzubringen vermag, welches sonst nicht wirksam werden kann. Dadurch, dass Svensson mit seiner Modellformulierung diese Möglichkeit gar nicht zulässt, gibt er seiner Diskussion zum Vornher eine Neigung zuungunsten des Geldes.

*d. Unsicherheit über den «natürlichen»  
Realzinssatz*

Modelle der Geldpolitik unterstellen heute in der Regel, dass die Zentralbank problemlos in der Lage ist, ihre Instrumente so einzusetzen, dass sie «im Durchschnitt» (d.h. bei Abwesenheit von Störfaktoren) ihre Zielvorstellungen realisiert. Evaluierungskriterium für die Beurteilung alternativer Verfahren ist dann allein jenes der Minimierung der Schwankungen der Zielvariablen um diesen Durchschnittswert herum, bei einem Inflationsziel also die Minimierung der Schwankungen der Inflationsrate um das Inflationsziel. In der geldpolitischen Diskussion dominieren damit kurzfristig Stabilisierungsüberlegungen. Ich glaube aber, dass in der praktischen Geldpolitik das zentrale Problem häufiger darin besteht, Prozeduren zu finden, welche sicherstellen, dass die trendmässige Inflationsrate nicht vom angestrebten Zielpfad wegläuft. So liegt bei einer Geld-

mengenstrategie das zentrale Problem darin, angesichts von Ungewissheit über Verlauf und Stabilität der Geldnachfrage die «richtige» (d.h. mit der angestrebten Inflationsrate vereinbare) trendmässige Zuwachsrates für die Geldmenge zu finden. Die Schwierigkeit dieser Aufgabe wird häufig als Hauptgrund für die Ablehnung einer Geldmengenstrategie vorgebracht. Es wird aber relativ selten darauf hingewiesen, dass bei alternativen Verfahren und insbesondere bei jenen des Inflation Targeting ein völlig vergleichbares und potenziell genau so schwer wiegendes Problem vorliegt.

Das Inflation Targeting hat natürlich – wie jedes andere Verfahren, welches die Zielsetzung Preisstabilität wirklich ernst nimmt – den Vorteil, dass es eine dauerhafte und zunehmende Entfernung der Inflation vom angestrebten Pfad nicht zulässt, würde dies doch zwangsläufig früher oder später zu korrektiven geldpolitischen Eingriffen führen. Zu vermeiden, dass wir – wenn auch nur vorübergehend – auf einen falschen Pfad geraten, bleibt dennoch eine zentrale Herausforderung der Geldpolitik. Je rascher solche Fehlentwicklungen entdeckt und korrigiert werden, umso geringer und von kürzerer Dauer werden entsprechende Abweichungen bleiben und umso massvoller können die notwendigen korrektiven Massnahmen ausfallen. Diskussionen des Inflation Targeting, auch jene von Svensson, unterstellen in der Regel, dass die Wirtschaftspolitik (und auch die übrigen Agenten des Wirtschaftsgeschehens) die Höhe des «natürlichen» Realzinssatzes genau kennen. Dieser bildet stets den Bezugspunkt für die richtige Festlegung des Zinsinstruments durch die Notenbank. Der natürliche Realzinssatz ist jener reale Zinssatz, der bei Abwesenheit von Störungen den Gütermarkt gerade im Gleichgewicht hält, d.h. eine Güternachfrage in der Höhe des Potenzialoutputs generiert resp. für eine Outputlücke von Null sorgt. Eine falsche Einschätzung des natürlichen Zinssatzes führt zu einer falschen Festlegung des Zinsinstruments durch die Notenbank, d.h. zu einer fehlerhaften Geldpolitik, relativ zu jener, welche gemäss dem Verfahren des Inflation Targeting richtigerweise befolgt werden sollte.

Eine Zinsdifferenz von einem halben oder gar einem ganzen Prozent über eine Phase von einer gewissen Länge aufrechtzuerhalten kann dabei für die Geldpolitik eine schwer wiegende Differenz ausmachen. Aber wer weiss schon exakt, ob der wahre Wert des natürlichen Realzinssatzes heute bei 2%, 2,5% oder 3% (oder noch einem anderen Wert) liegt? Dies ist auch nicht in trivialer Weise aus der Beobach-

tung irgendeiner wirtschaftlichen Grösse ablesbar. Ich bin überzeugt, dass eine Umfrage unter Fachleuten diesbezüglich eine erhebliche Ungewissheit zum Ausdruck bringen würde. Dadurch, dass Diskussionen des Inflation Targeting diese Fehlerquelle in der Regel ignorieren, wird dieses Verfahren relativ zu einem solchen, welches der Geldmenge eine wichtige Indikatorvariable zugesteht, zu günstig dargestellt. Ein echter Vergleich müsste auf beiden Seiten von vergleichbaren Diskussionsgrundlagen ausgehen.

### Fazit

Die Folgerung, dass die Strategie der EZB allein deswegen ein ineffizientes Verfahren darstellt, weil sie der Geldmengenentwicklung eine prominente Rolle zuordnet, scheint mir zu kurz gegriffen und in dieser Form nicht gerechtfertigt. Die Kritik von Svensson ist stark modellabhängig und orientiert sich viel zu ausschliesslich an einem ganz bestimmten, von ihm bevorzugten Modelltypus des Wirtschaftsablaufes, welcher in gewissen Hinsichten zwar dem üblichen makroökonomischen Standardmodell entspricht, in anderen Hinsichten aber sehr speziell spezifiziert und für die Analyse des geldpolitischen Entscheidungs- und Übertragungsprozesses nicht besonders geeignet ist. Es gibt meines Erachtens nach wie vor gute Gründe, dem Geld im Rahmen einer grundsätzlich auf ein Inflations- oder Preisstabilitätsziel ausgerichteten Geldpolitik eine wesentliche Rolle beizumessen. Ob dies in der Form von einer von zwei nebeneinander stehenden «Säulen» geschieht wie bei der EZB oder einfach in Form einer wichtigen Indikatorgrösse innerhalb einer umfassenden Beurteilung der Inflationsperspektiven – was von der grundsätzlichen Logik her eigentlich noch sinnvoller wäre –, ist für mich letztlich relativ nebensächlich. Jedenfalls erscheint mir die EZB-Strategie aus dieser Perspektive als ein alles in allem durchaus vertretbares Verfahren, welches die massive Kritik, der sie aufgrund ihrer Betonung der Geldmengenentwicklung ausgesetzt ist, nicht verdient.

## 3 Die EZB-Strategie im Vergleich zum Monetary Targeting

Die Strategie der EZB ist auch von Seiten von Exponenten des Monetary Targeting kritisch unter die Lupe genommen und evaluiert worden. Insbesondere eine Gruppe von Ökonomen, welche als EMU-Monitor auftritt (P. Artus, E. Bomhoff, J. von Hagen, M. J. M. Neumann und A. Penati) haben in verschiedenen Presseerklärungen zur EZB-Politik und -Strategie Stellung genommen. Diese Beobachter, welche aus der Tradition des Monetarismus und der Geldmengenpolitik der Deutschen Bundesbank heraus argumentieren, haben in ihrer ersten Erklärung vom Sommer 1998<sup>8</sup> der EZB eine Strategie empfohlen, welche auf ein mittelfristiges Inflationsziel ausgerichtet ist und zur Realisierung dieses Ziels eine Politik der Geldmengenkontrolle (Monetary Targeting) einsetzt, in Fortführung der früheren Praxis der Deutschen Bundesbank.

Diese Beobachter werfen der EZB im Gegensatz zu manchen Exponenten des Inflation Targeting nahegelegenerweise nicht vor, dass die Geldmengenentwicklung in ihrer Strategie als wichtiges Element Berücksichtigung findet. Wenn Kritik bezüglich der Strategieformulierung unterschwellig doch etwas anklingt, so umgekehrt aufgrund der Tatsache, dass sich die EZB nicht klar für ein reines Monetary Targeting entschieden hat, sondern für eine Mischform. In den Empfehlungen ihrer ersten Erklärung hatte die Gruppe Ablehnung gegenüber einer gemischten Strategie zum Ausdruck gebracht, mit dem Argument, dass eine solche verwirrend wirke und damit Verantwortlichkeiten verwische und die Leistungsüberprüfung erschwere. Dieser Vorwurf erscheint mir allerdings in dieser allgemeinen Form nicht gerechtfertigt. Eine Vermischung zweier separater Strategien hätte diese Folge, wenn die beiden Einzelstrategien widersprüchlich und in ihren Zielsetzungen inkonsistent wären. Wenn aber dieselben Zielvorstellungen vorliegen und die beiden Einzelstrategien prinzipiell miteinander konsistent sind, braucht dies nicht der Fall zu sein: Monetary Targeting ist im Kern genau so auf ein Inflationsziel ausgerichtet wie Inflation Targeting. Insofern besteht überhaupt kein Widerspruch.

Zu diesem Schluss scheinen schliesslich die EMU-Monitore selber ebenfalls gekommen zu sein: Alles in allem liegt die EZB-Strategie hinreichend nahe bei ihrer Wunschstrategie, sodass sie deren Ankündigung in ihrer zweiten Erklärung vom Dezember 1988 zu begrüssen und diese Akzeptanz in ihrer

<sup>8</sup> EMU-Monitor: Press Statement No. 1, Zentrum für Europäische Integrationsforschung, 9 July 1998.

dritten Erklärung vom Juni 1999 zu bestätigen vermögen.<sup>9</sup> Der Referenzwert für das  $M_3$ -Wachstum diene demselben Zweck wie das Geldmengenziel der Bundesbank, nämlich der Verankerung von Inflation und Inflationserwartungen, und es sei analog zum Geldmengenziel der Bundesbank abgeleitet aus Annahmen über das trendmässige Wachstum des Realeinkommens und der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes. Sie empfehlen allerdings der EZB, anstelle eines punktmässigen Referenzwerts ein Referenzband für das  $M_3$ -Wachstum einzuführen. Der Referenzwert müsse angesichts der vorherrschenden Ungewissheit, in deren Rahmen die EZB operieren müsse, zukünftig überprüft und wenn nötig angepasst werden. Sollte dies nötig sein, sollte die EZB vor einer entsprechenden Anpassung nicht zurückschrecken, aber die Gründe dafür überzeugend erklären.

Die EMU-Monitor-Gruppe neigt etwas zu stark dazu, die EZB-Strategien als «de facto Monetary Targeting» für ihre Seite in Anspruch zu nehmen und die zweite «Säule» dieser Strategie, die Betonung der Inflationperspektiven, einfach als dekoratives Zusatzelement abzutun. Dies wirkt mit umgekehrten Vorzeichen etwas ähnlich, wie wenn Svensson das («flexible») Monetary Targeting als de facto Inflation Targeting («Inflation Targeting in Disguise») bezeichnet. Dies hat natürlich alles im Kern eine gewisse Berechtigung. Aber es bringt in erster Linie einfach zum Ausdruck, dass in der Praxis ein «aufgeklärtes» Monetary Targeting und ein entsprechendes Inflation Targeting eben nicht so weit voneinander liegen, wie das in der theoretischen Grundsatzdebatte häufig den Anschein hat. Aber dann sollte man zwischen den beiden Ansichten auch keine Auseinandersetzungen mit religiösem Eifer führen.

Die EMU-Monitor-Gruppe beanstandet, wie die Kritiker aus dem Lager des Inflation Targeting, einen Mangel an Transparenz und «accountability» der bisherigen EZB-Politik. Sie scheint aber mit dieser Kritik in erster Linie zum Ausdruck bringen zu wollen, dass die EZB bisher in ihrer Kommunikationspolitik gegenüber der Öffentlichkeit nicht immer optimal agiert hat, ohne dies direkt mit der geldpolitischen Strategie der EZB in Verbindung zu bringen (wie Svensson dies tut) und daraus Forderungen nach institutionellen Vorkehrungen, wie Veröffentlichung von Sitzungsprotokollen und individuellem Abstimmungsverhalten, abzuleiten.

<sup>9</sup> EMU-Monitor: Press Statement No. 2 und 3, Zentrum für Europäische Integrationsforschung, 17 December and 2 June 1999.

## 4 Transparenz und Rechenschaftspflicht

Leidet die Geldpolitik der EZB an einem Mangel an Transparenz und einem Defizit bei den Vorkehrungen zur Rechenschaftsablegung gegenüber der Öffentlichkeit? Eine Vielzahl von Kritiken hat Vorwürfe dieser Art an die EZB gerichtet. Diese Vorwürfe werden zum Teil direkt mit den von der EZB gewählten geldpolitischen Verfahren in Zusammenhang gebracht, zum Teil unabhängig von diesen als Folge mangelhafter institutioneller Vorkehrungen gesehen.

Es ist keine Frage, dass Transparenz und Rechenschaftsablegung für die Geldpolitik Elemente von zentraler Bedeutung darstellen. Darin herrscht praktisch allgemeine Übereinstimmung zwischen allen Teilnehmern der Diskussion um die EZB-Politik. Die Pflicht zur Rechenschaftsablegung ist notwendiges Gegenstück zur Zentralbankunabhängigkeit und entscheidend für die demokratische Legitimierung der Zentralbankpolitik. Beide, sowohl die Unabhängigkeit der Zentralbank wie die Rechenschaftspflicht, setzen sinnvollerweise die Vorgabe einer klaren Zielsetzung und Aufgabenstellung für die Zentralbankpolitik voraus. Die Zentralbank ist unabhängig bei der Erfüllung dieser ihr vorgegebenen Aufgabe, und ihre Rechenschaftspflicht bezieht sich auf die Erfüllung dieser Aufgabe. Die Transparenz des geldpolitischen Entscheidungsprozesses stärkt das Verständnis der Geldpolitik in der Öffentlichkeit, reduziert Ungewissheit und dient so der Effektivität der Geldpolitik. Sie ist damit auch Voraussetzung für eine wirkungsvolle Evaluation und Kontrolle der Zentralbankpolitik. Wirksame Rechtfertigungspflicht und Transparenz sind wichtige Determinanten der Glaubwürdigkeit der Geldpolitik. Sie schaffen für die Zentralbank klare Anreize, ihre Politik tatsächlich und nach besten Kräften an den ihr vorgegebenen Zielsetzungen auszurichten und einen möglichst hohen Grad der Zielerreichung anzustreben. Dies gilt für Zentralbanken im Allgemeinen, ganz besonders jedoch für eine neu geschaffene Währung und Zentralbank, welche noch auf keine Geschichte und keine auf dieser basierende selbsterworbene Glaubwürdigkeit zurückschauen können.

Was bedeuten aber «Transparenz» und «wirkliche Verpflichtung zur Rechenschaftsablegung» konkret? Über die Auslegung dieser Grundsätze und ihre institutionellen und verfahrensmässigen Implikationen findet heute eine teilweise recht heftige Diskussion statt. Von verschiedener Seite wird der EZB in starken Worten mangelnde Transparenz und fehlende Bereitschaft zur Rechenschaftsablegung vorgeworfen. Dabei meinen allerdings nicht alle Diskussions Teilnehmer mit ihrer Kritik dasselbe, und manches wirkt etwas sektiererisch und teilweise stark durch die Orientierung an unterschiedlichen nationalen Zentralbankmodellen geprägt. Gewisse Überlegungen andererseits sind durchaus bedenkenswert.

Inwiefern machen EZB-Kritiker einen Mangel an Transparenz und Rechenschaftsablegung aus? Was für Folgerungen leiten sie daraus ab? Wie sind diese Folgerungen zu beurteilen? Mit diesen Fragen will ich mich im vorliegenden Abschnitt auseinander setzen.

### **Grundsätze der Kritik**

Am wenigsten weit gehen in ihrer Kritik die Mitglieder der bereits oben erwähnten EMU-Monitor-Gruppe. Sie werfen in ihrer dritten Erklärung vom Juni 1999 der EZB zwar einen schwer wiegenden Mangel an Transparenz vor. Sie beziehen sich dabei in erster Linie auf die teilweise widersprüchlichen Äusserungen von EZB-Exponenten zur Rolle des Wechselkurses in der europäischen Geldpolitik sowie auf die in den Augen der Gruppe nicht völlig überzeugende Begründung für die Zinssenkung vom April 1999. Diese Kritik läuft in erster Linie auf den Vorwurf einer nicht optimalen Kommunikationspolitik hinaus, ohne dass sie mit den geldpolitischen Verfahren der EZB ursächlich in Verbindung gebracht würde. Die Gruppe bekundet im Gegenteil für diese Verfahren recht weit gehende Zustimmung. Transparenz erfordere im Wesentlichen eine über die Zeit hinweg konsistente, auf klarer und für das Publikum verständlicher Basis durchgeführte und mit dem Zentralbankauftrag übereinstimmende Geldpolitik. Ein wichtiger Teil dieser Forderung sei jene nach einem konsistenten Argumentationsrahmen für Analyse sowie Kommunikation der Geldpolitik. Die Gruppe betont, meines Erachtens zu Recht, dass diese Grundeinsicht wichtiger ist als spezifische Einzelmassnahmen wie die Veröffentlichung von Sitzungsprotokollen und dergleichen. Ein klar formuliertes und gut vermittelbares geldpolitisches Konzept und häufige Auftritte von EZB-Exponenten in der Öffentlichkeit erscheinen der Gruppe als gute Mittel für die Erfüllung dieser Aufgabe.

Gegenüber Forderungen wie jener nach der Veröffentlichung von Sitzungsprotokollen, des Abstimmungsverhaltens der EZB-Ratsmitglieder und von Inflationsprognosen bleiben sie indessen skeptisch. Sie scheinen also die von der EZB gewählten Verfahren und institutionellen Vorkehrungen im Wesentlichen zustimmend zur Kenntnis zu nehmen, kritisieren aber die konkrete Durchführung, zumindest der Kommunikationsaufgabe, des ersten Halbjahres der EZB-Politik als nicht in jeder Hinsicht überzeugend. Dieser Vorwurf erscheint mir in der Tat nicht ganz ungerechtfertigt. Zugleich ist aber beizufügen, dass es keine Zentralbank der Welt gibt – und wohl auch nie eine geben wird – welche vor Fehlern dieser Art völlig gefeit ist.

Am weitesten in seiner Kritik geht Svensson, welcher den Vorwurf mangelnder Transparenz und Rechenschaftsablegung mit seinem Vorwurf verbindet, die EZB habe mit ihrer monetären Zweifelferstrategie ein im Vergleich zum Inflation Targeting ineffizientes geldpolitisches Verfahren gewählt. Eine ineffiziente, «unklare» Strategie verursache zwangsläufig auch Intransparenz der Geldpolitik und verhindere eine wirksame Rechenschaftsablegung. Wie in Abschnitt 2 erläutert wurde, präsentiert Svensson das von ihm propagierte Inflation Forecast Targeting als optimales Verfahren der Geldpolitik und beurteilt die EZB-Strategie als ineffizient, weil sie einer geldpolitisch irrelevanten Variablen, der Geldmenge  $M_3$ , als einem ihrer beiden Pfeiler einen zentralen Stellenwert einräume (und den anderen, in seinem Urteil wesentlichen Pfeiler, die Inflationsprognose, nur intern, nicht aber in der Kommunikation nach aussen, verwenden wolle). Man könne allerdings die effiziente Geldpolitik auch über den Umweg der Geldmenge formulieren und darstellen, wenn man die Geldmengenziele resp. -referenzwerte flexibel interpretiere, doch sei dies unnötig kompliziert und in der Kommunikation zwangsläufig intransparent und ineffizient.

Ich habe in Abschnitt 2 diskutiert, weshalb ich dies als eine zu enge – weil von einem fast blinden Vertrauen in ein spezifisches ökonomisches Strukturmodell getragene – Betrachtungsweise halte, welche in allgemeinerer Sicht nicht vertretbar ist. Im Übrigen orientiert sich Svensson – genau so wie Buiter, auf dessen Kritik ich gleich eingehen werde – sehr stark am geldpolitischen Verfahrensmodell, welches die UK-Regierung vor kurzem für die Bank of England eingerichtet hat und welches ähnlich auch für die Schwedische Reichsbank gilt, und übernimmt die aus diesem Modell bekannten Forderungen nach

einer Veröffentlichung der Sitzungsprotokolle des leitenden Zentralbankgremiums, des individuellen Abstimmungsverhaltens der Mitglieder dieses Gremiums sowie der Inflationsprognosen, auf welchen die Entscheidungen dieses Gremiums beruhen. Von Tabellini (1998) übernimmt er die Forderung nach einer starken Kontrolle der EZB durch das Europäische Parlament.

Als weiterer EZB-Kritiker der ersten Stunde ist Buiter (1999) zu nennen, der als Mitglied des Monetary Policy Committee der Bank of England im Wesentlichen eine EZB genau nach dem Vorbild der Bank of England wünscht. Buiter verbindet seine Kritik nicht direkt mit den geldpolitischen Verfahren der EZB, argumentiert aber ansonsten genau wie Svensson und propagiert dieselbe Reihe von institutionellen Vorkehrungen und Verfahren nach dem Abbild der Bank of England, welche in seinem Urteil dringend geboten sind, wenn nicht das Überleben von Währungsunion und Euro gefährdet werden sollte.

Im Folgenden will ich auf die wichtigsten dieser Vorwürfe und prozeduralen Änderungsvorschläge einzeln eingehen und zu diesen Stellung nehmen.

### **Ist das Inflationsziel der EZB klar genug definiert?**

Zentralbankunabhängigkeit und wirksame Rechenschaftsablegung und Erfolgskontrolle für die Geldpolitik setzen eine klare Zielvorgabe für die Zentralbankpolitik voraus. Formal ist diese durch das EZB-Statut des Vertrags von Maastricht vorgegeben. Die vorrangige Zielsetzung der EZB-Politik ist demnach die Gewährleistung der Preisstabilität im Euro-Raum. Was aber heisst «Preisstabilität» konkret? Die EZB hat diese Zielsetzung zunächst konkretisiert als «Anstieg des harmonisierten Verbraucherpreisindex für das Eurogebiet von unter 2% gegenüber dem Vorjahr» und beigefügt, dass für diese Zielsetzung ein mittelfristiger Zeithorizont gelten müsse. Mit diesem Zusatz wird zum Ausdruck gebracht, dass eine exakte Steuerung der Inflation in der kurzen Frist nicht möglich ist und die Notenbank deshalb – sowie auch im Hinblick auf die ihr zusätzlich vorgegebene subsidiäre Aufgabe der Unterstützung der allgemeinen Wirtschaftspolitik – ein gewisses Mass an Schwankungen der Inflationsrate um den Zielwert herum akzeptieren muss. Indem sie den Zielwert nicht symmetrisch um Null herum ansetzt, nimmt die Definition zudem Rücksicht darauf, dass aufgrund von Qualitätssteigerungen und statistischen Verzerrungen die gemessene Inflationsrate die «wahre» Teuerung in einem gewissen Ausmass überzeichnet.

Da die Ausdrucksweise «unter 2%» bei gewissen Beobachtern den Eindruck erweckte, dass für die EZB in ihrer Zielformulierung keine Untergrenze gelte (obwohl eine solche Interpretation ja klar mit dem Mandat des Maastrichter Vertrags unvereinbar wäre und deshalb offensichtlich nicht gemeint sein konnte), präzisierte die EZB später, dass dies als «grösser Null und unter 2%» aufzufassen sei. Obwohl damit wohl für die meisten Beobachter die Frage der adäquaten Operationalisierung der Zielvorgabe hinreichend geklärt war, gibt es gleichwohl Kritiker, die auch diese Umschreibung als ungenügend taxieren. So bemängelt Buiter, dass damit offen gelassen werde, ob es sich um ein «symmetrisches» oder «asymmetrisches» Ziel handle, wo genau der angestrebte «zentrale» Zielwert liege (exakt in der Mitte dieses Bandes oder anderswo), oder ob es sich einfach um eine «Zone der Inaktivität» handle, innerhalb deren die EZB keinen Reaktionsanlass sähe. Weiterhin stellt er die Frage, ob nicht unter Umständen ein anderer Preisindex als der von der EZB gewählte angemessen wäre. Ähnliche Einwände äussert auch Bofinger (1999).



Diese Kritik erscheint mir etwas kleinlich und schwer verständlich. Wenn in der europäischen Geldpolitik keine grösseren Unsicherheiten entstehen als die Frage, wo genau im Band zwischen Null und 2% die EZB hinstrebt und ob sie dieses Band völlig symmetrisch auffasst oder nicht, werden wir allen Grund zur Zufriedenheit haben. Solche Margen der Interpretation existieren im Übrigen bei jeder Formulierung und jeder Zentralbank. Ebenso existieren Probleme mit der Wahl des Preisindex bei jeder möglichen Zielformulierung und Strategie, sind also nicht EZB-spezifisch.

Unterschwellig kommt bei Buiter stets ein Plädoyer für ein monetäres Arrangement nach dem Muster von Grossbritannien zum Ausdruck, wo die Bank of England nur operative Unabhängigkeit besitzt, das Inflationsziel ihr aber jeweils von der Regierung vorgegeben wird, gegenwärtig ein symmetrisches Ziel von 2,5%. (Zudem ist die operative Unabhängigkeit erst noch mit einer Ausnahmeklausel versehen, wonach sie bei «extremen ökonomischen Verhältnissen» durch die Regierung aufgehoben werden kann.) Buiter lässt dabei völlig unberücksichtigt, dass ein solches Arrangement es erlaubt, dass das Ziel von den politischen Behörden in einer für die Marktteilnehmer schwer vorhersehbaren Weise von Jahr zu Jahr verändert werden kann, also im relevanten mittel- und längerfristigen Zeithorizont viel weniger präzise und verbindlich ist als eine verfassungs- resp. staatsvertragsmässig vorgegebene Zielvorgabe «Preisstabilität». In meinem Urteil ist aus diesem Grund, was die Klarheit und Verbindlichkeit der Zielformulierung betrifft, ein solches Arrangement klar inferior.

### **Sollte die EZB ihre Sitzungsprotokolle veröffentlichen?**

Eine intensive Diskussion wird über die Frage geführt, ob und in welcher Form die EZB die Protokolle ihrer EZB-Ratssitzungen veröffentlichen sollte. Ich finde dies erstaunlich, geht es doch dabei letztlich fast um Wortspielereien. Vor allem Exponenten des Inflation Targeting wie Svensson und Buiter (und andere) fordern nachdrücklich, dass eine Veröffentlichung (mit einer gewissen Verzögerung) stattfindet. Dabei spielen wieder die Bank of England, aber auch andere wichtige Notenbanken wie das amerikanische Federal Reserve oder die Bank of Japan, welche dieser Forderung in der einen oder anderen Form nachkommen, eine Vorbildrolle. Die EZB hingegen lehnt diese Forderung ab.

In der Regel wird eine Veröffentlichung ohne namentliche Zuweisung der Aussagen befürwortet, um dem Argument Rechnung zu tragen, dass sonst die Nützlichkeit der Beratungen zerstört würde, die echten Beratungen an anderen Orten geführt würden und die offiziellen Sitzungen zu einer Plattform für die Vorlesung vorbereiteter und an die Öffentlichkeit gerichteter Statements verkommen würden. Die veröffentlichten Protokolle sollten die zentralen Überlegungen und Argumentationen wiedergeben, welche vorgetragen worden sind, und Auskunft darüber geben, wie die Beschlüsse zustande gekommen sind (einschliesslich Auskunft darüber, wie jedes Mitglied abgestimmt hat, vgl. dazu unten). Eine Veröffentlichung in dieser Form hindere die freie Auseinandersetzung in den Sitzungen nicht.

Es ist zweifellos richtig, dass eine Zentralbank ihre Politikentscheidungen klar und transparent begründen und gegenüber der Öffentlichkeit vertreten muss, will sie den Forderungen nach Transparenz und Verantwortlichkeit nachkommen. Sie muss dies überdies im Rahmen einer konsequenten, über die Zeit hinweg konsistent verfolgten Strategie tun, will sie in ihrer Politik und deren Kommunikation wirkungsvoll bleiben. Dabei können durchaus auch Ungewissheiten in der Situationsbeurteilung und alternative Standpunkte zum Ausdruck kommen und aufgezeigt werden, welche Alternativen zur Diskussion standen und aufgrund welcher Abwägungen schliesslich Beschlüsse gefasst worden sind. Bei Existenz substantieller Unsicherheiten ist es nicht sinnvoll, absolute Sicherheit vorzutäuschen.

Dies kann aber grundsätzlich genau so gut in Monatsberichten und anderen Veröffentlichungen und Verlautbarungen realisiert werden wie mit der Publikation von Sitzungsprotokollen. Issing (1999) argumentiert mit einem gewissen Recht, dass «mehr Worte» nicht immer mit «mehr Information» gleichzusetzen sind und dass die monatlichen Pressekonferenzen des EZB-Präsidenten im unmittelbaren Anschluss an die EZB-Ratssitzungen zusammen mit den Monatsberichten der EZB und deren Informationen genau das bieten, was die Kritiker als «summary minutes» verlangten. Die Argumente, welche den EZB-Entscheidungen zugrunde liegen, würden hier detailliert präsentiert und damit der öffentlichen Diskussion ausgesetzt.

Ich teile diese Meinung. Unter welcher Bezeichnung diese Informationen angeboten werden, sollte eigentlich nebensächlich sein. Es ist im Übrigen so, dass offizielle Protokolle wie jene des Monetary

Policy Committee der Bank of England vor ihrer Veröffentlichung ediert und von den Beteiligten geprüft werden, und im Fall des Federal Open Market Committee des Federal Reserve nur sehr allgemein gehaltene Zusammenfassungen der geführten Diskussionen enthalten. Es handelt sich also nicht um wirkliche und schon gar nicht um wortgetreue «Protokolle». Man kann sogar mit einigem Recht argumentieren, dass es an ein Verwirrspiel grenzt, ein solches Dokument als Protokoll («minutes») zu bezeichnen, wird doch damit eine Transparenz und Klarheit vorgespielt, die nicht wirklich gegeben ist.

Insbesondere die Position von Buiter empfinde ich hier als sehr fundamentalistisch und von einer starken Neigung getragen, die eigene (britische) institutionelle Lösungsvariante als einzig richtige anzuerkennen (und dabei erst noch zum Teil so zu tun, wie wenn diese gerade einmal ein bis zwei Jahre alte und im Grunde noch völlig unbewährte Praxis einer altehrwürdigen, erfolgreichen Tradition entsprechen würde). Dass auch das britische Kommunikationsmodell nicht die Wunder vollbringt, die Buiter ihm andichtet, beweisen im Übrigen gerade die grosse Verwirrung zum Ausdruck bringenden Reaktionen auf die jüngste Zinserhöhung durch die Bank of England im September 1999. Auch die Kommunikationspolitik des amerikanischen Federal Reserve, einer der traditionsreichsten und in der jüngeren Zeit auch erfolgreichsten Zentralbanken der Welt, zeigt immer wieder, wie schwierig es ist, den Anforderungen einer transparenten Geldpolitik in der Praxis gerecht zu werden und wie manchmal ein Zuviel an Worten Verwirrung statt Klarheit schaffen kann.

#### **Veröffentlichung des individuellen Abstimmungsverhaltens der EZB-Ratsmitglieder?**

Eng mit der im vorherigen Punkt besprochenen Forderung verbunden ist jene nach der Publikation des individuellen Abstimmungsverhaltens der Mitglieder des EZB-Rats in den Ratsentscheidungen. Beide Vorschläge werden üblicherweise im selben Atemzug vorgebracht. Vorbildfunktion haben auch hier wieder die Bank of England, das Federal Reserve und (neu) die Bank of Japan.

Die Begründung muss aber natürlich auf etwas anderer Ebene gesucht werden. Hauptziel ist hier das Verlangen nach individueller Verantwortlichkeit der Ratsmitglieder, im Gegensatz zu der von der EZB bevorzugten Philosophie der kollektiven Verantwortung (Issing 1999). Gemäss letzterer ist der Rat, der als kollegiale Institution seine Entscheidungen trifft, auch als solche der Öffentlichkeit gegenüber verant-

wortlich und die Vorstellung einer individuellen Verantwortung der Ratsmitglieder somit fehl am Platz. In einem Kollektivgremium mit einheitlicher Zielsetzung seien die individuellen Verantwortlichkeiten ohnehin nicht durchschaubar.

Als Hauptargument für eine individuelle Verantwortlichkeit nennen deren Befürworter eine verstärkte Anreizwirkung für qualitativ gute Entscheidungen der Ratsmitglieder und damit letztlich bessere Entscheidungen des Kollektivs. Dies ist an sich ein valables Argument. Ich stimme aber Issing (1999) zu, dass die Veröffentlichung des Abstimmungsverhaltens diese Funktion nur dann wirklich erfüllen könnte, wenn zugleich bekannt gemacht würde, wer wie argumentiert hat, also wenn Wortprotokolle mit Namensnennung veröffentlicht würden. Andernfalls kann das Abstimmungsverhalten nicht sinnvoll interpretiert und beurteilt werden. Und da selbst die Befürworter dies – aus guten Gründen – nicht wollen, fällt eigentlich auch die Basis für die Forderung nach Publikation des Abstimmungsverhaltens dahin.

Das Kollegialitätsprinzip könnte aber auch den Vorteil haben, dass es eine grössere Resistenz gegenüber der Gefahr des populistischen Verhaltens (Vermeidung unangenehmer Entscheidungen) bietet. Dieses Risiko könnte gerade in der – bis auf weiteres durch die Zugehörigkeit zu Nationen und nationalen Traditionen stark geprägten – Europäischen Währungsunion besonders bedeutend sein. Zentral für die Geldpolitik ist letztlich, dass ihre Politik und die hinter ihren Entscheidungen stehenden Überlegungen verständlich gemacht werden, und nicht das Wissen darüber, wer wie abgestimmt hat.

### **Publikation von Inflationsprognosen?**

Einer der häufigsten Vorwürfe gegenüber der EZB ist, dass sie ihre «Inflationsperspektiven» nur in sehr allgemeiner und wenig präziser Art publik mache und insbesondere ihre internen Inflationsprognosen und deren Grundlagen und Methodologie nicht explizit bekannt gebe. Da aber die Beurteilung der Inflationsperspektiven den einen Pfeiler ihrer Strategie bilde, müsste die EZB auch konsequent sein und eine diesbezüglich offene Informationspolitik betreiben, welche insbesondere die Veröffentlichung ihrer Inflationsprognosen einschliessen müsse. Nur dann könnten die Beobachter der EZB-Politik beurteilen, ob das Ergebnis dieser Politik einfach Glücksache respektive Pech gewesen sei oder guter respektive schlechter Politik zuzuschreiben sei (Butler). Besonders strikt ist in dieser Forderung auch Svensson, in Übereinstimmung mit dem Grundgedanken seines Inflation Forecast Targeting. Er hält dabei richtigerweise fest, dass es entscheidend um konditionale Inflationsprognosen geht, das heisst um Prognosen, welche sich auf die Vorgabe eines bestimmten Zinspfades, d. h. einer bestimmten zukünftigen Geldpolitik, beziehen. Insbesondere Inflationsprognosen, welche einen gegenüber der Gegenwart unveränderten Zinssatz unterstellen (unchanged-interest-rate forecasts) seien ausschlaggebend dafür, ob die Zentralbank eine Zinsänderung vornehmen sollte oder nicht: Immer dann, wenn die so abgeleitete Inflationsprognose vom Inflationsziel abweicht, ist nach dieser Sicht eine geldpolitische Kursänderung am Platz. Svensson betont, dass solche Prognosen nicht nur für die interne Entscheidungsfindung der EZB, sondern auch für ihre Kommunikation nach aussen und das Verständnis ihrer Politik beim Publikum zentral seien. Wiederum wird dabei auf das Beispiel derjenigen Zentralbanken verwiesen, welche sich in ihrer geldpolitischen Praxis am Modell des Inflation Targeting orientieren.

Die EZB weist solche Ansinnen mit dem Argument zurück, dass die Veröffentlichung von Inflationsprognosen im Falle ihrer Politik nicht der Transparenz und der Klarheit dienen würde, weil ihre Politik eben nicht auf dem Modell des Inflation Targeting beruhe und kein «operatives Inflationsziel», vergleichbar etwa mit dem Inflationsziel der Bank of England, verfolge, sondern auf ihrer eigenen «stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie» basiere. Inflationsprognosen spielten in dieser Strategie zwar eine Rolle, aber lediglich als Input für die Beurteilung der Inflationsperspektiven, also des einen der zwei Pfeiler dieser Strategie. Veröffentlichungen einer spezifischen Inflationsprognose würde jedoch den

Eindruck erwecken, als würde dieser ein übermässiger Einfluss zugeschrieben. Es könnten damit Unklarheiten über die effektiv verfolgte Strategie entstehen (Issing 1999).

In diesem Punkt bin ich im Wesentlichen mit den Kritikern der EZB einverstanden. Die Gegenargumente leuchten mir nicht wirklich ein. Selbstverständlich ist es richtig, dass die Geldpolitik einer Zentralbank – auch einer Zentralbank, welche sich explizit auf das Inflation Targeting beruft – nicht auf einer einzelnen Inflationsprognose, welche aus irgendeinem bevorzugten statistisch-ökonomischen Modell abgeleitet wird, beruhen kann. Dies wäre angesichts unserer Unsicherheit über die präzise Form der relevanten Strukturzusammenhänge viel zu riskant. Aber man kann durchaus Inflationsprognosen und damit die Inputs, welche für eine Gesamtbeurteilung der Inflationsperspektiven relevant sind, publizieren und gerade dadurch, dass man deren Grundlagen und Annahmen erklärt, auch die limitierte Rolle jeder einzelnen Prognose innerhalb der Gesamtbeurteilung und Gesamtstrategie erläutern und betonen. Dies genau so, wie man dies auch für das  $M_3$ -Wachstum und dessen Referenzwert tun muss, den man ja im Grunde ebenfalls im Sinne einer einfachen, mittelfristig orientierten Inflationsprognose verwendet. Dies verlangt auch nicht, dass man alle relevanten Informationen in eine einzelne (Prognose-)Ziffer kondensiert, und es schliesst nicht aus, dass man (meines Erachtens richtigerweise) in erster Linie die mittel- und längerfristige Prognose in den Mittelpunkt stellt. Im Übrigen muss man auf Inflationsprognosen, wenn sie mit erheblicher Ungewissheit verbunden sind, genau so wenig mechanisch reagieren wie auf  $M_3$ -Wachstumszahlen. In diesem Sinn glaube ich, dass die EZB ihre Inflationsprognose und deren Grundlagen publik machen darf und sollte. Mit den nötigen Erklärungen zu deren Verwendung und Stellenwert in der geldpolitischen Strategie versehen, könnte dies der Transparenz und dem Verständnis der Geldpolitik durchaus zum Vorteil gereichen.

Issing (1999) hat zwar nicht ganz Unrecht, wenn er den Kritikern der EZB vorwirft, dass sie die Veröffentlichung von Inflationsprognosen allzu sehr und ausschliesslich zum Litmus-Test für Transparenz und Verantwortlichkeit machten. Umgekehrt aber übertreibt er, wenn er eine Veröffentlichung als geradezu zwangsläufig schädlich beurteilt und die Sache so darstellt, wie wenn man die für eine adäquate Interpretation einer Inflationsprognose notwendigen Relativierungen und Qualifizierungen praktisch nicht vermitteln könnte, ganz im Gegensatz zum völlig ver-

gleichbaren Problem beim Referenzwert für das  $M_3$ -Wachstum. Dies gilt auch für die Befürchtung, dass Inflationsprognosen, welche auf der Annahme eines unveränderten Zinssatzes basieren, verwirrend wirken, falsche Signale aussenden und die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik untergraben könnten, weil sie naturgemäss vom angestrebten Inflationsziel abweichen können. Ich sehe nicht, warum es speziell verwirrend sein sollte, wie folgt zu argumentieren: «Bei unverändertem Zinssatz würde eine Inflation von  $x\%$  entstehen. Da dies höher (tiefer) ist als unser Inflationsziel von  $y\%$ , müssen wir die Geldpolitik straffen (lockern)». Dies ist fundamental genau das gleiche Argumentationsmuster, welches wir auch bei einer Geldmengenstrategie gebrauchen. Noch einmal: Im Grunde verwenden wir ja auch das Geldmengenwachstum bei einer Geldmengenstrategie als simple, mittelfristig orientierte Inflationsprognose.

Ein gewisses Verständnis für die Abneigung der EZB gegenüber der Publikation von Inflationsprognosen habe ich höchstens aufgrund der Tatsache, dass Inflationsprognosen im neu geschaffenen und möglicherweise noch nicht völlig stabilisierten monetären Umfeld der EWU naturgemäss sehr schwierig zu machen und mit grosser Unsicherheit behaftet sind. Aber auch dies gilt natürlich analog für die Bestimmung des richtigen Referenzwertes für das  $M_3$ -Wachstum und, mutatis mutandis, für jede andere denkbare Strategie der EZB-Politik überhaupt.

#### **Sind die Vorkehrungen zur Rechenschaftsablegung der EZB ungenügend?**

Verschiedene Kritiker betrachten eine stärkere Beteiligung des Europäischen Parlaments an der Bestimmung und Kontrolle der europäischen Geldpolitik für wünschenswert. Grundlage dieses Wunsches ist das Bedürfnis nach verstärkter Verantwortlichkeit der EZB gegenüber den demokratisch legitimierten Institutionen und letztlich gegenüber der europäischen Gesellschaft.

Tabellini (1998) hat Vorschläge gemacht, welche im Effekt darauf hinauslaufen würden, der EZB via das Europäische Parlament eine geldpolitische Strategie im Sinne des Inflation Targeting vorzuschreiben, welche also die Entscheidung über die zur verfolgende geldpolitische Strategie aus den Händen der EZB in jene der Politiker legen würden. Im Wesentlichen möchte er auf diesem Weg einen institutionellen Rahmen in die europäische Geldpolitik einführen, der demjenigen der Bank of England in Grossbritannien entspricht. Diese Vorschläge werden auch von Buiter und von Svensson unterstützt. Buiter denkt dabei an

die Schaffung eines Gremiums, bestehend beispielsweise aus Mitgliedern des Europäischen Parlaments und des Europäischen Gerichtshofs, welches bindende Empfehlungen für die von der EZB zu befolgenden geldpolitischen Verfahren machen kann. Ich denke, dass dies ein zentrales Element der der EZB im EZB-Statut gewährten Unabhängigkeit aushebeln würde und mit dem Geist des Maastrichter Vertrags nicht vereinbar wäre, auch wenn Tabellini dieses Problem formal dadurch umgehen möchte, dass er sein Anliegen institutionell auf der Ebene einer Vereinbarung zwischen dem ESZB und dem Europäischen Parlament zu realisieren gedenkt (gleichwohl aber «at the initiative and insistence of the European Parliament»).

Dieser Vorschlag würde meines Erachtens eine Aushöhlung des Maastrichter Vertrags bedeuten und die Unabhängigkeit der EZB zu einer Farce machen. Ich teile zwar im Allgemeinen die Meinung, dass das Europäische Parlament wachsen und in seiner Rolle gestärkt werden sollte. Aber die Zentralbankpolitik scheint mir – über die im Maastrichter Vertrag festgelegte Zuordnung von Kompetenzen hinaus – genau das falsche Feld dafür zu sein. Ein Europäisches Parlament ohne wesentliche Kompetenzen, ausser auf dem Gebiet der Zentralbankpolitik, scheint mir alles andere als wünschenswert.

## 5 Was können wir aus der laufenden Diskussion um die geldpolitischen Verfahren der EZB lernen?

Praktisch alle Diskussionspunkte, die in der gegenwärtigen Auseinandersetzung um die geldpolitischen Verfahren der EZB debattiert werden, reflektieren Fragestellungen von allgemeiner Bedeutung, welche nicht nur für die EZB, sondern für die Zentralbankpolitik schlechthin von Interesse sind. Im Falle der Schweiz sind eine Reihe dieser Fragestellungen im Zusammenhang mit der laufenden Revision von Währungsverfassung und Nationalbankgesetz von hoher Relevanz. Im vorliegenden Abschnitt fasse ich aus meiner persönlichen Sicht zusammen, welche Folgerungen ich aus dieser Diskussion für die Geldpolitik im Allgemeinen und damit auch für die schweizerische Geldpolitik glaube ziehen zu können.

– Zunächst zeigt die Diskussion, und zwar nicht nur seitens der Vertreter der EZB, sondern auch seitens ihrer Kritiker aus dem Lager des Inflation Targeting, dass ein breiter Konsens darüber besteht, dass dem Ziel der Preisstabilität respektive einem Inflationsziel (welches für praktisch alle Diskussionsteilnehmer zumindest approximativ mit Preisstabilität konsistent sein sollte) in der Geldpolitik Vorrang gebührt, daneben allerdings subsidiär auch die realwirtschaftliche Stabilisierung (Dämpfung von Output- und Beschäftigungsschwankungen) eine Rolle spielen darf. Der wesentliche Unterschied zwischen diesen beiden Zielebenen wird von Svensson klar artikuliert: Währendem die Zentralbank mit ihrer Politik sowohl den Inflationstrend, d.h. den langfristigen Durchschnittswert der Inflationsrate, wie auch die Variabilität der Inflationsrate um diesen Durchschnittswert herum bestimmt, vermag sie die trend-

mässige Entwicklung von Output und Beschäftigung nicht zu beeinflussen. Diese ist realwirtschaftlich vorgegeben; die Geldpolitik vermag nur die Schwankungen dieser Grössen um ihren Trend herum mitzubestimmen. Dies widerspiegelt die Tatsache, dass das Preisniveau die einzige Grösse ist, welche die Geldpolitik – und nur sie – auf die Dauer beeinflussen kann, währenddem sie in der kurzen Frist neben dem Preisniveau auch auf Produktion und Beschäftigung einwirken kann. Daraus ergibt sich die obgenannte Hierarchie der Aufgabenstellungen für die Geldpolitik: Preisstabilität als vorrangige Aufgabe, realwirtschaftliche Stabilisierung als zusätzliche, subsidiäre Zielsetzung. In dieser Beurteilung stelle ich in der ganzen Literatur nach wie vor einen äusserst breiten wissenschaftlichen Konsens fest.

– Die Kontroverse zwischen den Befürwortern des Inflation Targeting, des Monetary Targeting und der Mischstrategie der EZB scheint mir in mancherlei Hinsicht aufgebauscht. Damit will ich nicht sagen, dass alles auf dasselbe herauskommt (und ich habe, wie dieser Beitrag deutlich macht, meine eigenen Präferenzen). Es trifft aber trotzdem zu, dass die Unterschiede zwischen all diesen Strategievarianten, wenn diese intelligent und mit der nötigen Flexibilität und Rücksicht auf das jeweilige Umfeld eingesetzt werden, nicht so gross sind, wie dies in den theoretischen Grundsatzdebatten jeweils zunächst den Anschein macht. In diesen Auseinandersetzungen spielen denn auch intellektuelle Eigenheiten und Originalitätsansprüche eine nicht zu unterschätzende Rolle.

Persönlich glaube ich, dass die wirklich zentralen Punkte bei der Durchführung der Geldpolitik, welche letztlich über ihren Erfolg oder Misserfolg entscheiden, bei den Fragen liegen,

– ob die Zentralbankpolitik die Zielsetzung Preisstabilität wirklich ernst nimmt (was heute, im Unterschied zu den 60er und 70er Jahren, zum Glück für praktisch alle wichtigen Zentralbanken zutrifft), und

– ob die Zentralbank sich in ihrer Politik von einer klaren, über die Zeit konsistent beibehaltenen Strategie (d.h. gedanklichen Raster für Analyse und Kommunikation) leiten lässt.

– Der Vorstellung, dass die Geldmenge eine geldpolitisch irrelevante Variable sei und deshalb in der Formulierung und Kommunikation der Geldpolitik keine Rolle spielen sollte und dass dementsprechend eine solche Verwendung die Transparenz der Geldpolitik mindere und negativ zu beurteilen sei, kann ich wenig abgewinnen. Sie scheint mir stark unter

einer spezifischen Modellabhängigkeit zu leiden und deshalb aus einer allgemeinen Sichtweise nicht einleuchtend zu sein. Im meinem Urteil spricht deshalb bis auf weiteres viel mehr dafür, der Geldmenge nach wie vor eine wichtige Rolle beizumessen.

– Inflationsprognosen können einen wichtigen Beitrag zur Formulierung und Kommunikation der Geldpolitik leisten. Darin liegt kein Widerspruch zur Verwendung eines Referenzwerts für das Geldmengenwachstum, wie ihn die EZB in ihrer Politik berücksichtigt, welcher ja letztlich immer auch einer – mittelfristig orientierten – Inflationsvorhersage dient. Dabei muss natürlich die Rolle der Inflationsprognose genau so sorgfältig spezifiziert und gegenüber der Öffentlichkeit erklärt werden, wie dies auch für die Geldmenge und ihren Referenzwert geschieht. Irrig ist aber meines Erachtens die naive Vorstellung, dass mit dem Prozedere des Inflation Forecast Targeting alle Probleme der Geldpolitik gleichsam «automatisch» gelöst wären. Inflation Forecast Targeting ist in der praktischen Durchführung genau so anspruchsvoll und schwierig wie andere Strategien der Geldpolitik.

– Transparenz und Verantwortlichkeit der Geldpolitik sind zentrale Elemente ihres Erfolgs. Darin sind sich praktisch alle Diskussionsteilnehmer einig. Ich habe mich bisher aber nicht davon überzeugen lassen, dass die Veröffentlichung von Sitzungsprotokollen und des individuellen Abstimmungsverhaltens der einzelnen Mitglieder der Zentralbankleitung in dieser Hinsicht essenziell sind. Ich halte dies für eine irreführende, schwarzweiss gefärbte Diskussion.

– Wesentlich ist, dass die Geldpolitik und ihre Entscheidungsprozesse klar erläutert und begründet werden, in welcher Form auch immer. Entscheidend ist letztlich der Erfolg der Geldpolitik, bezogen auf ihre Zielvorgaben, und damit die Wahl eines Entscheidungsverfahrens, welches nicht zu systematischen Fehlern führt. Ohne jeglichen Fehler aber werden keine Zentralbank und kein operatives Verfahren die Zeit bestehen können.

– Ich bin der Überzeugung, dass eine verfassungsmässig (oder staatsvertraglich) festgelegte und hinreichend präzisierte Umschreibung der Zentralbankaufgaben, verbunden mit der Gewährung von Zentralbankunabhängigkeit in der Verfolgung dieser Aufgaben, klar vorzuziehen ist gegenüber einer Zielvorgabe (z.B. einem Inflationsziel), welches jährlich von der Regierung festgelegt wird (und deshalb für die Öffentlichkeit weniger präzise und «transparent» ist). Das UK-Modell, welches die geldpolitischen Kompetenzen in dieser Weise aufteilt, erscheint mir gegenüber dem Maastrichter Modell der EWU keine Verbesserung, sondern eine Verschlechterung darzustellen. Erst recht abzulehnen wäre eine Regelung, welche dem Parlament nicht nur eine Rolle bei der Rechenschaftsablegung der Zentralbank gewährt (was gerechtfertigt ist), sondern auch eine Mitsprache bei der Wahl der geldpolitischen Verfahren (was eine völlige Aushöhlung der Unabhängigkeit der Zentralbank und eine Verpolitisierung der Geldpolitik bedeuten würde).

## 6 Andere Problembereiche der EWU und des ESZB

Die von der EZB gewählten geldpolitischen Verfahren werden sehr intensiv diskutiert und teilweise heftig kritisiert. Aber liegen die wirklichen Gefahren für die EWU und den Euro tatsächlich in diesem Bereich, wie es diese Diskussion teilweise suggeriert? Ich glaube nicht. Sicher gibt es im Hinblick auf die geldpolitischen Verfahren noch manches, was verbesserungsfähig ist. Und zweifellos ist die praktische Durchführung der Geldpolitik in der zwangsläufig durch viel Unsicherheit geprägten Anfangsphase einer grossen Währungsunion eine äusserst komplexe und herausfordernde Aufgabe. Ich glaube aber, dass die EZB für diese Aufgabe gut gewappnet ist und dass die von ihr dafür gewählten geldpolitischen Verfahren eine akzeptable Basis für die Bewältigung dieser Aufgabe abgeben. Ich glaube umgekehrt, dass die wirklich ernsthaften Risiken der EWU, welche schlimmstenfalls ihren Erfolg oder gar ihr Überleben bedrohen könnten, nach wie vor dort liegen, wo ich sie, zusammen mit manchen anderen Beobachtern, von Anfang an gesehen habe, nämlich im Verhältnis zwischen dem Fortschritt der monetären Integration einerseits und jenem der allgemeinen wirtschaftlichen und vor allem der politischen Integration andererseits.<sup>10</sup> Es handelt sich hier in einem wesentlichen Sinn um politische Risiken. Wie gut (oder schlecht) die Gemeinschaft der Teilnehmerländer mit diesen Risiken umgehen kann, wird sich erst mittel- und längerfristig weisen und lässt sich heute nur sehr beschränkt beurteilen.

Ich will in diesem Abschnitt kurz auf einige weitere Aspekte eingehen, welche in der Diskussion um die EWU und die EZB kritisch kommentiert worden sind. Diese haben weniger mit den von der EZB selbst gewählten geldpolitischen Prozeduren und Verfahren zu tun als mit der institutionell-konstitutionellen Struktur, welche durch den Maastrichter Vertrag vorgegeben ist. Sie haben damit in beträchtlichem Mass eine politische Komponente. Es geht konkret um die folgenden Punkte:

- die Zuteilung von Komponenten in der Wechselkurspolitik
- den Grad der Zentralisierung der ESZB
- die Problematik der Aufgabe eines Lender of Last Resort in der Währungsunion
- dem Verhältnis zwischen monetärer und politischer Integration im Allgemeinen.

### Die Zuteilung von Kompetenzen in der Wechselkurspolitik

Der Maastrichter Vertrag enthält mit seinem Art. 109 bekanntlich eine Klausel, welche dem EU-Ministerrat die Kompetenz für eine Einflussnahme auf die Wechselkurspolitik gewährt. Konkret gewährt Art. 109, Absatz 1 dem Ministerrat das Recht, formale Vereinbarungen über ein Wechselkurssystem für den Euro abzuschliessen (Voraussetzung Einstimmigkeit) und Änderungen der zentralen Parität in einem solchen Wechselkurssystem herbeizuführen (mit qualifizierter Mehrheit). Solchen Entscheidungen muss eine Konsultation der EZB vorausgehen «in an endeavour to reach a consensus consistent with the objective of price stability». Art. 109, Absatz 2, gewährt dem Ministerrat das Recht, bei fehlendem Wechselkurssystem (d.h. bei flexiblen Wechselkursen) mit qualifiziertem Mehrheitsbeschluss und nach Konsultation der EZB allgemeine Richtlinien («general orientations») für die Wechselkurspolitik gegenüber anderen Währungen zu beschliessen. Immerhin heisst es hier, dass diese Richtlinien das vorrangige Ziel der Preisstabilität nicht gefährden dürften («these general orientations shall be without prejudice to the primary objective of the ESCB to maintain price stability»). Andererseits wird aber nicht spezifiziert, wer darüber entscheidet, ob und wann eine solche Gefährdung vorliegt.

Bekanntlich reflektieren die Geldpolitik und die Wechselkurspolitik zwei Seiten derselben Entscheidungen. Zumindest bei freiem Kapitalverkehr lassen sich beide nicht trennen: Eine gegebene Geldpolitik impliziert eine bestimmte Wechselkurspolitik und vice versa. Indem der Maastrichter Vertrag die geldpolitischen Kompetenzen der EZB zuordnet, die Wechselkurspolitik aber teilweise dem EU-Ministerrat, enthält er eine offensichtliche Inkonsistenz. Dies stellt zumindest eine Bedrohung für die Glaubwürdigkeit der geldpolitischen Unabhängigkeit der EZB dar, indem es die Tür für einen direkten Einfluss der Politik auf die Geldpolitik der EZB öffnet und eine Zone potenzieller Spannungen zwischen Politik und EZB schafft.

<sup>10</sup> Vgl. dazu etwa Baltensperger und Jordan (1993), Baltensperger (1995, 1996).

Auf diese Schwäche des Maastrichter Vertrags haben von Anfang an verschiedene Beobachter hingewiesen.<sup>11</sup> Eine Änderung dieser Bestimmungen und eine konsistente Zuordnung der geldpolitischen Kompetenzen wäre zweifellos wünschenswert und der Glaubwürdigkeit der EZB und ihrer Politik dienlich, dürfte aber, da sie eine Vertragsänderung voraussetzt, nur sehr schwer realisierbar sein. Der Maastrichter Vertrag teilt diese Schwäche im Übrigen mit ähnlichen Bestimmungen in den monetären Verfassungen zahlreicher anderer Länder, u.a. auch der Schweiz.

In Ländern, welche klar die Zuständigkeit der Zentralbank für die Geldpolitik anerkennen und in deren Bevölkerungen die Präferenz für Preisstabilität fest verankert ist, ergeben sich aus dieser Situation in der Regel keine tatsächlichen Konflikte. In einer Währungsunion zwischen einer Vielzahl von politisch und wirtschaftlich zum Teil stark unterschiedlichen, souveränen Staaten bleibt dieser Zustand aber als potenziell nicht ungefährliches Spannungsfeld bestehen. Man denke nur etwa an die entsprechenden Äusserungen des französischen Finanzministers Strauss-Kahn oder des damaligen deutschen Finanzministers Lafontaine in der Anfangsphase der EWU zu Beginn des Jahres 1999.

### **Der Zentralisierungsgrad des ESZB**

Verschiedentlich ist kritisiert worden, dass der Grad der Dezentralisierung im ESZB zu gross und der Einfluss der Zentrale, der EZB, zu wenig ausgeprägt sei, indem das System den sechs Mitgliedern des EZB-Direktoriums sowie allen elf nationalen Zentralbankpräsidenten der Teilnehmerländer einen Sitz in seinem geldpolitischen Entscheidungsgremium, dem EZB-Rat, gewähre. Dies stelle eine Gefahr für eine effiziente und erfolgreiche Geldpolitik dar. Vergleiche mit dem amerikanischen Federal Reserve System in seiner frühen Periode werden dabei herbeigezogen. So betont Eichengreen (1992), dass die Geldpolitik des Federal Reserve in seiner ersten Phase (1913–33) bei einer vergleichbar dezentralen Struktur unter einer zu starken Orientierung an Regionalbedürfnissen gelitten habe, was 1933 zu einer Korrektur und Stärkung des Einflusses der Zentrale geführt hätte. Seither sitzen sieben Vertreter des Board of Governors zusammen mit jeweils fünf der zwölf Präsidenten der regionalen Federal Reserve Banken im Entscheidungsgremium, dem FOMC, so dass die Zentrale eine klare Vormachtstellung besitzt.

Es ist allerdings nicht ohne weiteres klar, ob die damaligen Probleme der amerikanischen Geldpolitik wirklich dieser Struktur angerechnet werden müssen oder auf andere Faktoren zurückgehen (Weltwirtschaftskrise, im Vergleich zu heute generell schlechtes Verständnis der geldpolitischen Zusammenhänge in Wissenschaft und Praxis).

Es ist aber richtig, dass das geltende institutionelle Arrangement – welches politisch für die Schaffung der EWU sicher unumgänglich war und deshalb wohl auch nicht so rasch geändert werden kann – die Gefahr in sich birgt, dass national geprägte Sichtweisen der Geldpolitik in stärkerem Mass in die Beratungen und möglicherweise auch in die Entscheidungen einfließen, als dies wünschenswert ist. Diese Gefahr dürfte sich wiederum vor allem dann aktiv manifestieren, wenn politische Integration und monetäre Integration in Konflikt miteinander geraten.

<sup>11</sup> Vgl. u.a. Baltensperger und Jordan (1993), S. 74.



### **Lending of Last Resort in der Währungsunion**

In einem gewissen Zusammenhang mit der dezentralen Struktur des ESZB steht auch die oft angesprochene Rolle des Lender of Last Resort in einer aus verschiedenen souveränen Nationalstaaten gebildeten Währungsunion. Der Maastrichter Vertrag enthält keine Aussage über die Rolle des ESZB bezüglich Lending of Last Resort. Dies wird von verschiedenen Beobachtern kritisiert. Gegenwärtig müsste die Rolle des Lenders of Last Resort auf nationaler Ebene durch die nationalen Zentralbanken wahrgenommen werden. So fordert Buitter (1999) die explizite Übertragung der Verantwortung für die systemweite Finanzmarktstabilität im Eurogebiet an die EZB, unter expliziter Erwähnung der Aufgabe des Lender of Last Resort. Er stellt fest, dass der Maastrichter Vertrag die Wahrnehmung dieser Aufgabe durch die EZB zwar nicht nennt, aber auch nicht ausschliesst, und wünscht sich eine entsprechende Klärung.

Die hinter solchen Forderungen stehende Befürchtung ist, dass das Eurowährungsgebiet übermässig anfällig gegenüber Finanzkrisen sein könnte, weil die EZB bisher ihre diesbezügliche Rolle nicht explizit definiert hat und weil die grosse Zahl der involvierten nationalen Zentralbanken die Entscheidungsprozesse im Ernstfall zu schwerfällig und langsam machen könnte.

Es ist zweifellos richtig, dass die EZB als zuständige Zentralbank dafür zu sorgen hat, dass in dem von ihr kontrollierten Währungsgebiet keine Liquiditätskrisen entfacht werden und dass entsprechende Ansätze im Keim erstickt werden. Dies setzt natürlich voraus, dass die EZB und das ESZB sich dieser Verantwortung bewusst sind und entsprechende Szenarien vorbereiten. Ich sehe aber eigentlich keinen Grund, warum das ESZB innerhalb seiner jetzigen Struktur dies nicht tun könnte. Dabei darf nicht vergessen werden, dass beim Lending of Last Resort auch die allzu explizite und grosszügige Ankündigung von Hilfeleistungen für den Krisenfall gefährlich sein kann, indem sie über die Setzung adverser Anreize das Systemrisiko und die Krisenanfälligkeit des Finanzsektors selber erhöht (moral hazard). Das ESZB sollte sich daher zwar auf diese Aufgabe gut vorbereiten, ein allzu institutionalisiertes und breit angekündigtes Absicherungsdispositiv umgekehrt aber vermeiden. Die Trennung zwischen nationaler Aufsichts- und Überwachungsebene und gemeinschaftlicher europaweiter Geldpolitik inklusive Lending of Last Resort könnte in Hinblick auf die Vermeidung von moral hazard vielleicht sogar hilfreich sein.

### **Das zentrale Risiko der EWU: Monetäre Integration bei politischer Heterogenität und nationaler Souveränität**

Die wirklichen Gefahren für die EWU und die Geldpolitik der EZB liegen in der Tatsache, dass in Europa die politische Integration hinter der monetären Integration herläuft. Die Einführung einer gemeinsamen Geldpolitik in ein System multipler politischer Entscheidungszentren stellt ein grosses Wagnis dar. Die EWU besteht aus elf (und später vielleicht noch mehr) nach wie vor souveränen Staaten. Diese haben ihre nationale Souveränität in einem zentralen Bereich der Wirtschaftspolitik, der Geldpolitik, auf die Gemeinschaftsebene übertragen. Sind sie wirklich bereit, dies auf die Dauer zu tun und auch alle daraus folgenden wirtschaftlichen und politischen Konsequenzen zu akzeptieren? Dies ist die entscheidende Frage, welche letztlich über den Erfolg und das Überleben der EWU entscheiden wird, denn eine erfolgreiche und überlebensfähige Währungsunion setzt gewisse Bedingungen voraus.

Da die Anpassung über den Wechselkurs entfällt, verlangt die Währungsunion andere Formen der Flexibilität zur Bewältigung interner Ungleichgewichte. Idealerweise gehören flexible Arbeitsmarktbedingungen und Mobilität der Arbeitskräfte dazu. Diese sind in Europa bisher in viel zu geringem Mass gegeben und müssen somit kräftig gefördert werden. Es muss verhindert werden, dass es stattdessen zu Druck für mehr Umverteilung und Transfers innerhalb der Union oder für eine europäische Sozial- und Beschäftigungspolitik kommt. Ebenso muss die Verankerung der monetären und finanzpolitischen Stabilität in allen Teilnehmerstaaten noch nachhaltig gefördert werden. Eine stabilitätsorientierte Geldpolitik setzt eine solide, langfristig konzipierte Finanzpolitik voraus. Ist diese nicht gegeben, kommt es schnell einmal zum Ruf nach mehr Umverteilung und mehr Transfers innerhalb der EWU und zu wachsendem Druck auf die EZB, eine expansivere Geldpolitik zu betreiben.

Die wirtschaftspolitischen Vorstellungen und die ökonomischen und politischen Ausgangsbedingungen der Mitgliedsländer, etwa bezüglich Arbeitslosigkeit oder Verschuldungsgrad, sind so unterschiedlich, dass Spannungen und Zerreissproben in solchen Fragen leicht entstehen können. Genau in einem solchen Umfeld könnten sich auch die vorausgehend beschriebenen Gefahren manifestieren. In diesem Sinn ist die mangelnde Homogenität der Teilnehmerländer das wahrscheinlich grösste Risiko der Währungsunion. Entscheidend für den Erfolg und das Überleben der EWU ist deshalb die Lernfähigkeit der Politik und die Reformfähigkeit der wirtschaftlichen Institutionen. Gegenwärtig können wir nur hoffen, dass diese in hinreichendem Masse gegeben sind.

Von grosser Tragweite dürfte diesbezüglich auch die geplante Osterweiterung der Europäischen Union sein. Diese ist ohne eine Anpassung der internen Struktur der Union kaum vorstell- und machbar. Damit wird sich auch die Struktur der Währungsunion und des ESZB fast zwangsläufig verändern, und zwar angesichts der zu erwartenden Heterogenität der Teilnehmerländer nicht unbedingt in einer Weise, welche eine gemeinsame europäische Geldpolitik erleichtern wird. In dieser möglichen und politisch wahrscheinlichen zukünftigen Entwicklung liegt ein beträchtliches Risiko für die Währungsunion und den Euro, welches die gegenwärtige EZB-Leitung praktisch nicht beeinflussen kann, so gewissenhaft und erfolgreich sie im Moment ihre Aufgabe auch wahrnehmen mag – ein Risiko also, welches daher noch für geraume Zeit einen Schatten auf den Euro werfen könnte.

## Literatur

Baltensperger, E., «Die Einführung der einheitlichen europäischen Währung», In: Hummel R. (Hrsg.) *Ein Markt – eine Währung*, Signum Verlag, Wien, 21–27, 1995.

Baltensperger, E., «Die Europäische Währungsunion und ihre Bedeutung aus der Perspektive der Schweiz», *Aussenwirtschaft*, Heft II, 197–221, 1996.

Baltensperger, E. und Jordan, Th., *Die Schweiz und die Bestrebungen zur Bildung einer Europäischen Währungsunion*, Berner Beiträge zur Nationalökonomie, Band 65, Verlag Paul Haupt, Bern, 1993.

Bernanke, B., Laubach, Th., Mishkin, F., Posen, A., «Inflation Targeting», Princeton University Press, 1999.

Blinder, A., «Central Banking in Theory and Practice», MIT Press, Cambridge and London, 1998.

Bofinger, P., «Die Geldpolitik der EZB: Anspruch und Wirklichkeit», *EWU-Monitor*, Deutsche Bank Research, Nr. 76, 1999.

Brunner, K. und Meltzer, A.H., «Liquidity Traps for Money, Bank Credit, and Interest Rates», *Journal of Political Economy* 76 (1), 1–37, 1968.

Brunner, K. und Meltzer, A.H., «The Nature of the Policy Problem». In: Brunner K. (Hrsg.), *Targets and Indicators of Monetary Policy*, San Francisco, 1969.

Buiter, W.H., «Alice in Euroland», CEPR Policy Paper No. 1, 1999.

Debelle, G., Masson, P., Savastano, M., Sharma, S., «Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy», *Economic Issues* 15, International Monetary Fund, 1998.

Eichengreen, B., «Designing a Central Bank for Europe: A Cautionary Tale from the Early Years of the Federal Reserve System». In: Canzoneri, M.; Grilli, V.; Masson, P. (Hrsg.), *Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the U.S.*, Cambridge University Press, 1992.

EMU-Monitor, Press Statements No. 1, July 9, 1988, No. 2, December 17, 1998, No. 3, June 2, 1999, Zentrum für Europäische Integrationsforschung, Universität Bonn.

Europäische Zentralbank, diverse Monatsberichte.

Europäisches Währungsinstitut, «Die Einheitliche Geldpolitik in Stufe 3. Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des ESZB», September, 1998.

Friedman, B.M., «Targets, Instruments and Indicators of Monetary Policy», *Journal of Monetary Economics* 1(4), 443–73, 1975.

Friedman, M., «A Program for Monetary Stability», Fordham University Press, New York, 1959.

Friedman, M., «The Role of Monetary Policy», *American Economic Review* 58 (1), 1–17, 1968.

Issing, O., «The Eurosystem: Transparent and Accountable», CEPR Policy Paper No. 2, 1999.

Jordan, Th., «Inflationsprognosen mit VAR-Systemen», Schweizerische Nationalbank, 1999.

Niehans, J., «Theory of Money», Johns Hopkins University Press, Baltimore, 1978.

Poole, W.M., «Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastics Macromodel», *Quarterly Journal of Economics* 84 (2), 197–216, 1970.

Svensson, L., «Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets», *European Economic Review* 41, 1111–1146, 1997.

Svensson L. «Inflation Targets as a Monetary Policy Rule», CEPR Discussion Paper Series, No. 1998, 1998.

Svensson, L., «Monetary Policy Issues for the Eurosystem», CEPR Discussion Paper Series, No. 2197, 1999.

Tabellini, G., «Inflation Targeting and the Accountability of the European Central Bank», statement prepared for a hearing organized by the Subcommittee on Monetary Affairs, European Parliament, January 6, 1998.

Tobin, J., «A General Equilibrium Approach to Monetary Theory», *Journal of Money, Credit and Banking* 1 (1), 15–29, 1969.



### **Erhöhung des Zielbandes für den Dreimonats-Libor**

Am 3. Februar und am 23. März 2000 erhöhte die Nationalbank das Zielband für den Dreimonats-Libor um 0,5 Prozentpunkte auf 1,75%–2,75% bzw. um 0,75 Prozentpunkte auf 2,5%–3,5%. Sie reagierte damit auf die zunehmenden Inflationsgefahren.

### **Inkrafttreten des Währungs- und Zahlungsmittelgesetzes auf den 1. Mai 2000**

Das Bundesgesetz über die Währung und die Zahlungsmittel (WZG) war in der Wintersession 1999 von den eidg. Räten verabschiedet worden (vgl. Quartalsheft 4/1999, S. 81). Nach dem unbenutzten Ablauf der Referendumsfrist am 20. April 2000 hat der Bundesrat das WZG auf den 1. Mai 2000 in Kraft gesetzt.

Das WZG verwirklicht die Aufhebung der Goldbindung des Frankens auf der Gesetzesstufe. Mit der definitiven Entfernung der Einlöschungspflicht der SNB für Banknoten und der Goldparität des Frankens aus der Bundesgesetzgebung konnten gleichzeitig die Bundesratsbeschlüsse vom 29. Juni 1954 betreffend den gesetzlichen Kurs der Banknoten und die Aufhebung ihrer Einlösung in Gold sowie vom 9. Mai 1971 über die Festsetzung der Goldparität des Frankens aufgehoben werden. Das WZG regelt neu alle publikumsrelevanten Eigenschaften von Währung und staatlichem Geld: Es definiert die schweizerische Währungseinheit, umschreibt die gesetzlichen Zahlungsmittel und die Pflicht des Gläubigers zu ihrer Annahme, ersetzt das Münzgesetz ganz und übernimmt die banknotenbezogenen Vorschriften aus dem Nationalbankgesetz. Zusammen mit dem WZG wurde auch die revidierte Münzverordnung in Kraft gesetzt.

**Herausgeber**

Schweizerische Nationalbank  
Bereich Volkswirtschaft  
Börsenstrasse 15  
Postfach  
8022 Zürich

**Gestaltung**

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zürich

**Satz**

typolitho ag, Zürich

**Druck**

Druck-Zentrum Tages-Anzeiger, Zürich

**Copyright**

Nachdruck unter Quellenangabe gestattet  
Belegexemplare erwünscht

**Abonnemente**

Das Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank erscheint separat in deutscher (ISSN 1423-3789) und in französischer Sprache (ISSN 1423-3797). Es kann beim Zürichsee Zeitschriftenverlag, Postfach, Seestrasse 86, CH-8712 Stäfa, Telefon 01 928 56 16, Telefax 0848 80 55 20, abonniert werden.

**Preis**

Fr. 25.– pro Jahr (Ausland: Fr. 30.–).  
Für die Abonnenten des statistischen Monatshefts: Fr. 15.– pro Jahr (Ausland: Fr. 20.–).  
Preise Inland inkl. 2,3% MWSt.  
Postkonto 80-148-3

**Internet**

<http://www.snb.ch>



