

**Vom Monetarismus zur Inflationsprognose:  
Dreissig Jahre Schweizerische Geldpolitik**

Philipp M. Hildebrand

Mitglied des Direktoriums

Schweizerische Nationalbank

Öffentliche Vorlesung

Universität Bern

23. November 2004

# 1. Einführung\*

Meine Damen und Herren, sehr verehrte Studentinnen und Studenten, lieber Professor Baltensperger. Vielen Dank für den herzlichen Empfang. Es ist mir ein besonderes Vergnügen, hier an der Universität Bern einen Blick auf die Geschichte der unabhängigen schweizerischen Geldpolitik zu werfen. Die Universität Bern nimmt im intellektuellen Teil dieser Geschichte einen bedeutungsvollen Platz ein. Karl Brunner als einer der Begründer des Monetarismus war hier während mehr als zehn Jahren als Professor tätig. Auch Jürg Niehans, der die Entwicklung der Volkswirtschaftslehre an der Uni Bern stark geprägt hat, unterstützte die Nationalbank mit verschiedenen wissenschaftlichen Arbeiten und Gutachten. Du selber, lieber Ernst, hast unsere Geldpolitik mehrmals und in erheblichem Masse intellektuell beeinflusst. Schliesslich verdanken wir es Dir auch, dass mit Thomas Jordan ein hervorragender Ökonom, Alumnus und Professor der Universität Bern im erweiterten Direktorium der Nationalbank Einsitz genommen hat. Für diesen Beitrag an unsere Geldpolitik danke ich Dir natürlich ganz besonders.

Meine heutigen Ausführungen sind ein Versuch, die wichtigsten Episoden der schweizerischen Geldpolitik seit dem Zusammenbruch des Fixkurssystems von Bretton Woods Revue passieren zu lassen.<sup>1</sup> Es geht mir dabei insbesondere darum, die recht lange Periode der Führung der Geldpolitik anhand von monetaristisch inspirierten Geldmengenzielen zu beschreiben. Anhand dieses historischen Rückblicks und dem damit verbundenen Versuch der Bewertung der einzelnen Episoden möchte ich aufzeigen, wie die Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank beim heutigen Konzept angelangt ist, das letztlich in der Pragmatik und im disziplinierten Suchen nach optimalen Lösungen unter Unsicherheit verankert ist.

Zusammen mit meinen Kollegen im Direktorium haben wir das Privileg, beim Erfüllen unseres Verfassungs- und Gesetzesauftrages auf die intellektuellen Schultern unserer Vorgänger steigen zu können. Wenn ich in meinen Überlegungen auf mögliche vergangene Fehlentwicklungen hinweise, so ist es demnach nicht um der Kritik sondern um der Erkenntnis willen. Vieles, was uns als Geldpolitikern heute an Erkenntnissen zur Verfügung

---

\* Ich möchte mich besonders bei Dr. Erich Spörndli bedanken, der intensiv an einer ersten Fassung dieser Abhandlung mitgearbeitet hat. Wertvolle Kommentare verdanke ich Ernst Baltensperger, Bruno Gehrig und Thomas Jordan.

<sup>1</sup> Die folgenden Faktendarstellungen stützen sich auf interne Studien, auf öffentliche Publikationen über die Geldpolitik der letzten dreissig Jahren, sowie auf persönliche Gespräche mit Zeitzeugen. Besonders wertvoll sind die Darstellungen in Rich (2003).

steht, verdanken wir Ergebnissen, die erst im Laufe der vergangenen dreissig Jahre aufgrund der ökonomischen Forschung und der geldpolitischen Erfahrungen entstanden sind.

Diese Ergebnisse und Erkenntnisse bewogen die Nationalbank Ende 1999 von der Praxis der Geldmengenziele Abschied zu nehmen und die Geldpolitik direkt am Preisstabilitätsziel bzw. an Inflationsprognosen zu orientieren. Dabei ist auch mit unserem neuen Konzept – dies sei vorweggenommen – intellektuelle Bescheidenheit angebracht. Die Geldpolitik ist nach wie vor eine schwierige Angelegenheit. Sie ist geprägt von zwei prinzipiellen Eigenschaften: Unsicherheit und Komplexität. Wo Unsicherheit und Komplexität vorherrschen, davon bin ich tief überzeugt, empfiehlt sich ein Bekenntnis zu einer disziplinierten, aber pragmatischen Haltung, die versucht, auf oft unerwartete und komplexe Ereignisse situativ richtig und nachvollziehbar im Sinne unseres Auftrages zu reagieren.

Ich beginne meinen historischen Abriss mit dem Übergang der Nationalbank zum Floating des Schweizer Frankens. Daran schliesse ich eine Charakterisierung des Monetarismus an, wie er sich Anfang der siebziger Jahre des letzten Jahrhunderts präsentierte. Ich unterteile sodann die nachfolgende Zeit in drei Phasen bzw. drei Versionen des helvetischen Monetarismus. Wie Sie sehen werden, zeigen diese drei Versionen eine Tendenz zu zusehends pragmatischerer Handhabung der geldmengenorientierten Zwischenzielmechanik. Ich schliesse meinen Überblick mit einer Schilderung erster Erfahrungen mit dem neuen geldpolitischen Konzept seit dem Jahr 2000 ab.

## **2. Abkehr von der Dollarparität - Januar 1973**

Die Nationalbank hatte sich während der ganzen Endphase des Bretton-Woods-Systems nach Kräften gegen die Begleiterscheinungen des weltweiten inflatorischen Booms gewehrt. Sie begrenzte die Kredite, wertete den Franken auf und schränkte den Kapitalverkehr mit dem Ausland ein. Die Versuche zur Abwehr spekulativer Geldströme aus dem Ausland vermochten indessen wenig auszurichten.

Im Rahmen des fixierten Wechselkurses war die Nationalbank deshalb gezwungen, die zufließenden Devisen in Franken umzutauschen und die Geldmenge entsprechend auszuweiten. Als Folge überbordete das Geldmengenwachstum, die Inflationsrate kletterte im Zuge eines überhitzten Booms auf ungeahnte Höhen und die spekulativen Attacken gegen den US-Dollar wiederholten sich. Die Jahreswachstumsrate von M1 stieg 1972 auf Spitzenwerte von rund 25%. Die Inflation kletterte gleichzeitig auf über 6% und endete 1974 auf einem Höchststand von 12%.

Am 11. Januar 1973 schwächte die Nixon-Administration abrupt die Lohn-Preis-Kontrollen ab. Italien kündete am 20. Januar 1973 die Schaffung eines dualen Devisenmarktes an, um Kapitalabflüsse zu verhindern. Dies führte sofort zu einer neuen Welle an kurzfristigem Kapital, welche in die Schweiz schwappte. Das Direktorium zog die Notbremse und gab am 23. Januar 1973 den Frankenkurs frei. Die Deutsche Bundesbank tätigte dagegen im Februar milliardenschwere Interventionen und schloss zusammen mit anderen europäischen Zentralbanken die Devisenmärkte vom 1. – 19. März. Nachdem die Amerikaner nicht auf die Vorschläge der Europäer zur Stärkung des US-Dollars durch die USA eingingen, wurde am 11. März mit Wirkung per 16. März 1973 das gemeinsame Floating von 5 europäischen Währungen angekündigt.<sup>2</sup> Der US-Dollar sackte zum Franken bis Mitte 1973 um rund 30% ab. Die D-Mark blieb dagegen gegenüber dem Franken relativ stabil.

## 2.1. Monetarismus im Aufwind

Der Zusammenbruch des auf dem Gold-Standard aufgebauten Fixkurssystems ermöglichte es den europäischen Notenbanken, das inländische Geldmengenwachstum unter Kontrolle zu bringen. In Deutschland wie in der Schweiz fiel die von den Monetaristen wie Milton Friedman, Karl Brunner und Alan Meltzer seit Jahren propagierte Ausrichtung der Geldpolitik an Geldaggregaten auf fruchtbaren Boden.

Bei der Bundesbank wie bei der Nationalbank war eine Präferenz für niedrige Inflationsraten und eine solide Währung nicht erst mit dem drastischen Inflationsschub und der Stagflation des ersten Erdölpreisschocks entstanden. Stabilität und insbesondere Preisstabilität genossen auch bei der Bevölkerung beider Länder schon lange einen hohen Stellenwert. Die amerikanische Fed hatte mit internen Zielen für Geldaggregate ab 1970 gearbeitet. Sie sorgte indessen jahrelang nicht für eine entschlossene Ausrichtung der Politik an diesen Zielen.<sup>3</sup>

Der gebürtige Schweizer und führende Monetarist Karl Brunner<sup>4</sup> war neben seiner Lehrtätigkeit in den USA seit Ende der sechziger Jahre jeweils im Sommer in Konstanz und später hier in Bern als Professor tätig. Er förderte in Lehre, Wissenschaft und Beratung die Verbreitung der monetaristischen Lehre eloquent und vehement.

Was waren die Grundthesen dieser monetaristischen Ideen? Die einheitliche monetaristische Doktrin gibt es nicht. Die Hauptthesen gehen auf Milton Friedman's Arbeiten zurück.

---

<sup>2</sup> Siehe u.a. Salomon (1977).

<sup>3</sup> Friedman, B. (1988), p. 53 f.

<sup>4</sup> Brunner hatte den Begriff *monetarism* geprägt (Hafer (2001), p. 17, note 10).

Sie wurden in der Blütephase des Monetarismus während den Siebziger Jahren des 20. Jahrhunderts wohl von den meisten Vertretern dieser Lehre geteilt.<sup>5</sup>

**Inflation ist hauptsächlich ein monetäres Phänomen.** Sie kann nur entstehen, wenn das Geldmengenwachstum im Trend jenes des realen Sozialprodukts übersteigt. Dies war eine von elf Thesen, die Friedman in seiner Harold Wincott Lecture 1970 als charakteristisch für den Monetarismus bezeichnete.<sup>6</sup>

**Die Geldnachfrage ist stabil.** Sie ist eine stabile Funktion weniger Bestimmungsgrößen wie Preisniveau, BIP, kurz- und langfristige Zinssätze. Friedman argumentierte so bereits 1956 in seiner Interpretation der Quantitätstheorie. Als Folge der Stabilität der Geldnachfrage hängt das nominelle Sozialprodukt eng mit der Geldmengenentwicklung zusammen. Vereinfacht ausgedrückt ergibt sich bei Friedman aus der Theorie der Geldnachfrage eine Theorie der Bestimmung des nominellen Sozialprodukts. Die von der Notenbank kontrollierte Geldmenge erzwingt mit Hilfe der stabilen Geldnachfragefunktion eine Anpassung des nominellen Sozialprodukts bis die Geldnachfrage dem vorgegebenen Geldangebot entspricht.<sup>7</sup>

**Geldmengenveränderungen wirken verzögert auf das nominelle Sozialprodukt.** Die Verzögerungen oder *lags* sind lang und variabel. Dabei wirkt eine Geldmengenveränderung zuerst hauptsächlich auf das reale Sozialprodukt und die Beschäftigung, während das Preisniveau bzw. die Inflationsrate erst später beeinflusst wird. Der Konjunktur- und Beschäftigungseffekt der Geldpolitik ist indessen nur vorübergehend; langfristig beeinflusst die Geldpolitik nur die Inflationsrate. Diese empirischen Aussagen stützte Friedman insbesondere mit seinen umfangreichen – deskriptiven - Untersuchungen zur monetären Geschichte der USA.<sup>8</sup>

**Der private Sektor weist einen hohen Grad an Stabilität auf.** Daraus folgt, dass eine aktivistische Konjunkturpolitik die Zyklen eher verstärkt anstatt dämpft. Im Jahre 1978 bejahte Karl Brunner die Frage „*is it a fundamental assumption of your position that the real economy is inherently self-stabilising?*“ in einem Interview klar.<sup>9</sup>

---

<sup>5</sup> Vgl. dazu auch Baltensperger et al. (2001), p. 244.

<sup>6</sup> Friedman M. (1970), kommentiert in Bernanke (2003). Meltzer (o.J.) formuliert diese zentrale Aussage wie folgt: „...one of the principal monetarist propositions: sustained money growth in excess of the growth of output produces inflation; to end inflation or produce deflation, money growth must fall below the growth of output.“

<sup>7</sup> Siehe u.a. Friedman M. and Meiselman D. (1963) and Hafer (2001)

<sup>8</sup> Friedman/Schwartz, 1963.

<sup>9</sup> Brunner (1978), p. 10. „Yes. ...We contend....that the market system is a shock-absorbing and self-regulating system with built-in stabilising properties.“ S. auch Meltzer (1995), p. 69: „the private sector damps fluctuations and returns to stability if undisturbed by unanticipated policy impulses“.

Aus diesen Thesen ergaben sich für die Monetaristische Schule grundsätzlich folgende Politik-Konklusionen:

1. Notenbanken sollten Preisstabilität als Hauptziel anstreben. Langfristig sei mit der Geldpolitik ohnehin kein Einfluss auf Konjunktur und Beschäftigung möglich.
2. Die Geldpolitik sollte mittelfristig ausgerichtet sein; sie sollte nicht diskretionär, sondern möglichst regelgebunden geführt werden. Wegen der langen und variablen Wirkungsverzögerungen sollte die Politik kurzfristig weder die Konjunktur noch die Teuerung aktivistisch feinzusteuern versuchen. Dies umso mehr als der private Sektor der Volkswirtschaft nach Störungen von selbst zur Stabilität zurücktendiere. Friedman hatte in seinem *program for monetary stability* bereits 1960 eine regelgebundene Geldpolitik in Form einer konstanten Wachstumsrate der Geldmenge gefordert.
3. Geldmengenziele seien als Zwischenziele auf dem Weg zur Gewinnung oder Aufrechterhaltung der Preisstabilität hilfreich. Geldmengenziele könnten einen Anker für die Geldpolitik bilden und die Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer stabilisieren. Bei Inflation sei das Geldmengenwachstum kontrolliert zu senken. Bei Anwendung von Geldmengenzielen sei leicht und rasch überprüfbar, ob sich die Notenbank auch wirklich an ihre Absichtserklärungen halte. Demgegenüber sei die Einhaltung des Preisstabilitätsziels wegen der langen Verzögerungen nur mittelfristig überprüfbar.<sup>10</sup> Inflationsprognosen und direkte Orientierung am Preisstabilitätsziel seien wegen Prognoseunsicherheiten schwierig und könnten unter Umständen sogar destabilisierend wirken. Ein weiterer Vorteil der Geldmengenziele lag nach Auffassung ihrer Befürworter darin, dass sie die Geldpolitik gegenüber politischem Druck abschirmen halfen.<sup>11</sup> Insbesondere der Hinweis auf die rasche Überprüfbarkeit der Absichtserklärungen der Notenbank mutet im Lichte der aktuellen Diskussion um die beste Art, Geldpolitik zu kommunizieren, geradezu modern an. Die Monetaristen waren in dieser Beziehung – wie auch in manchen ihrer empirischen Aussagen zur Transmission

---

<sup>10</sup> Brunner und Meltzer (1964) hatten Zwischenziele für die Geldpolitik untersucht und damit einen Begriffsrahmen für die anschließende intensive Diskussion über Vor- und Nachteile von Geldmengen- bzw. Zinssatz-Zwischenzielen geschaffen (Cagan, 1987, p. 494). Vgl. dazu auch Meltzer (1969). Meltzer, p. 24, empfiehlt dort, für ein breiter definiertes Geldaggregat eine gewünschte Wachstumsrate zu definieren und das Geldaggregat als Indikator für die Geldpolitik zu benutzen. Für die monetäre Basis soll aufgrund des gewünschten Wachstums des Indikators „breite Geldmenge“ ein Zielwachstum festgelegt werden. Meltzer betont dabei, dass eine solche Politik der Nutzung von Geldaggregaten als Indikatoren und Zwischenziele auch dann von Nutzen sei, wenn nicht gleich zu einer fixen Geldmengenregel (x% Jahreswachstum, langfristig fixiert) im Sinne des strikten Monetarismus übergegangen werde.

<sup>11</sup> Neumann (1990), p. 499.

Aussagen zur Transmission geldpolitischer Impulse – den meisten ihrer zeitgenössischen Ökonomenkollegen voraus.

### 3. Erste Phase: Erarbeitung eines Geldmengenziels

Junge Ökonomen in der Volkswirtschaftsabteilung der Nationalbank arbeiteten ab Ende 1974 – inspiriert von den monetaristischen Ideen – Vorschläge für Geldmengenziele aus. Präzise Vorstellungen waren in der Nationalbank zuvor nicht vorhanden gewesen. Die Verantwortlichen hatten indessen realisiert, dass zur Rückführung der hohen Inflation das Geldmengenwachstum reduziert werden musste. Die Geldmenge M1 war denn auch in den Jahren 1973 und 1974 praktisch nicht mehr gewachsen.

Ein erstes offizielles Geldmengenziel wurde Ende 1974 – fast zeitgleich mit dem ersten offiziellen Geldmengenziel der Deutschen Bundesbank – für das Jahr 1975 veröffentlicht. Es bezog sich auf die Geldmenge M1. Die Formulierung der ersten Geldmengenziele hatte noch stark experimentellen Charakter. Auch in der Umsetzung mussten mittels *trial and error* Erfahrungen gesammelt werden.

Die volkswirtschaftliche Abteilung der Nationalbank hatte sich zuvor im Wesentlichen auf die Berichterstattung über die Finanzmärkte, die Konjunktur sowie die Währungs- und Geldpolitik beschränkt. Erst 1977 wurde eine eigentliche Forschungsabteilung gegründet, die sich intensiver mit der Fundierung der Geldmengenpolitik befassen konnte.

In diesem Jahr begann auch der institutionalisierte Meinungs austausch über die Erfahrungen mit Geldmengenzielen. Die Zentralbanken von Deutschland, der Niederlande, Englands und der Schweiz trafen sich im Rahmen von Vier-Länder-Meetings. Zwischen der Deutschen Bundesbank und der Nationalbank hatte es schon bei der Ankündigung der ersten offiziellen Geldmengenziele Übereinstimmung darüber gegeben, dass es mit diesen Zielen nicht um eine strikte, verbindliche Umsetzung der monetaristischen Lehre gehen konnte.<sup>12</sup>

Man behielt sich, in der Schweiz nicht zuletzt wegen der Bedeutung des Wechselkurses für die Wirtschaftsentwicklung, schon damals vor, nötigenfalls vom Geldmengenziel abzuweichen, falls sich unerwartete Entwicklungen an den Finanzmärkten oder bei der Konjunktur einstellen sollten. Allerdings wurde in dieser ersten Phase des Monetarismus-

---

<sup>12</sup> So betonte die SNB schon bei der ersten Ankündigung eines Geldmengenziels (8. Januar 1975), dass „die Zielvorstellungen und die zu befolgende Politik aufgrund der wirtschaftlichen Verhältnisse laufend überprüft werden“.

Experiments der Einhaltung der Ziele in der Schweiz eine sehr hohe Priorität eingeräumt.<sup>13</sup>

Die jährlichen Zielwerte für die Geldmenge M1 wurden in den Jahren 1975 bis 1977 trotz der noch nicht vorhandenen Erfahrung verhältnismässig gut erreicht (siehe Tabelle 1). Die frühen Erfolge schienen den eingeschlagenen Weg zu rechtfertigen: Es war gelungen, trotz Wechselkurssturbulenzen und einer ausgeprägten Stabilisierungsrezession im Anschluss an den Erdölpreisschock, das Geldmengenwachstum unter Kontrolle zu halten und die Inflationsrate recht zügig in den Bereich der Preisstabilität zu führen. Von 11,3% noch im September 1974 ging die Jahreststeuerung bis Ende 1975 auf 3,5% zurück. Im Mai 1976 fiel sie sogar unter die Zwei-Prozent-Marke (siehe Grafik 1).

Der Erfolg bei der Inflationsbekämpfung war allerdings nicht kostenlos errungen worden. Die weltweite Rezession von 1975 traf die Schweiz viel ausgeprägter als die übrigen OECD-Länder. Das reale BIP fiel im Vergleich zum Vorjahr um nicht weniger als 7,5%, während etwa Deutschland einen Rückgang von lediglich 1% verzeichnete.<sup>14</sup> Der hohe Preis der Inflationsbekämpfung für die Schweiz darf indessen der monetaristischen Politik der SNB nur zum Teil angelastet werden. Die tiefe Rezession 1975 hatte nicht nur mit der Geldmengenzpolitik, die zu wenig Rücksicht auf den Anstieg des Frankenkurses nahm, zu tun. Sie war vor allem auch eine Folge der Rückwanderung von Gastarbeitern<sup>15</sup> sowie der prozyklisch wirkenden Sparbemühungen der öffentlichen Haushalte.<sup>16</sup>

Im Gegensatz zu anderen Volkswirtschaften war die Schweiz von einer bis Mitte 1976 dauernden, kräftigen Aufwertung ihrer Währung betroffen. Dies trug zur Schärfe der Rezession bei und behinderte die Erholung der Konjunktur. Real hatte der Franken seit Anfang 1973 um 27% zugelegt.<sup>17</sup> Die Nationalbank hatte von Februar 1973 bis Ende 1974 nicht mehr am Devisenmarkt interveniert. Sie begann aber Anfang 1975 wieder mit Dollar-

---

<sup>13</sup> Dies ist aus den Direktoriumsprotokollen jener Zeit klar ersichtlich.

<sup>14</sup> Die schweizerische Beschäftigung ging zusammen mit dem BIP ebenfalls markant zurück, ohne dass allerdings die – zuvor inexistente – Arbeitslosigkeit stark angestiegen wäre. Arbeitslose Gastarbeiter wanderten in ihre Heimatländer zurück und die Erwerbsquote nahm deutlich ab. Die Rückwanderung der Ausländer verschärfte den Nachfrageeinbruch in der Schweiz im Konsum- und Wohnbaubereich.

<sup>15</sup> In den Jahren 1975 und 1976 sank die Beschäftigung um rund 161'000 resp. 94'000, die Anzahl Arbeitskräfte ging aber mit 150'000 und 87'000 praktisch um gleichviel zurück. Die Arbeitslosenquote blieb damit im Bereich von 0%. Andererseits fehlte aber der Konsum der heimreisenden Arbeitskräfte.

<sup>16</sup> Zwischen 1974 und 1977 blieb die Defizitquote der öffentlichen Hand (Bund, Kantone und Gemeinde) beinahe konstant auf 1,6%. Die erhöhten Defizite des Bundes wurden von den Sparbemühungen der Gemeinden kompensiert.

<sup>17</sup> Gegenüber dem USD betrug die Realaufwertung 40%, gegenüber der DEM 23%.



käufen, nachdem der Franken nicht nur gegenüber dem US-Dollar, sondern auch gegenüber D-Mark und Yen stark an Wert gewonnen hatte.<sup>18</sup>

Wie andere, zuvor angewandte Massnahmen<sup>19</sup> konnten die Interventionen indessen den Aufwärtstrend des Frankens nicht bremsen. Denn das Geldmengenziel hatte Priorität.<sup>20</sup> Die durch die Dollarkäufe geschaffene Liquidität wurde nach einiger Zeit jeweils wieder abgeschöpft, da die angestrebte Geldmengenausweitung ansonsten überschritten worden wäre.

### **3.1. Wechselkurs-Overshooting und politischer Druck durchkreuzen Pläne**

Dem heftigen Anstieg des realen Frankenkurses folgte ab Mitte 1976 eine Abwärtskorrektur. Exportgewichtet war Mitte 1977 etwa das reale Niveau von Ende 1974 erreicht. (siehe Grafik 8). Die Entlastungsphase für den internationalen Sektor war damit aber auch schon abgeschlossen. Der Franken setzte bald zu einem erneuten Höhenflug an, der im Laufe von 1978 zu einem starkem Überschüssen mutierte. Der überhöhte Wechselkurs drohte die schweizerische Wirtschaft in eine ernste Krise zu führen.

Die Nationalbank hatte ab Juni 1977 mit Devisenkäufen erneut versucht, gegen die Frankenstärke anzukämpfen. Von Juni bis Dezember betrugen die Dollarkäufe 12,7 Mrd. Franken. Sie begann diese geschaffene Liquidität im Frühjahr 1978 indessen wieder abzuschöpfen, da eine deutliche Überschreitung des Geldmengenziels für 1978 drohte. Ab Mitte Jahr geriet indessen der Dollar infolge der nach wie vor inflationären Politik der USA erneut unter Druck. Ein spekulativer, von extrapolativen Erwartungen geprägter Frankenboom setzte ein. Dies, obschon die schweizerischen Geldmarktsätze auf rekordtiefe Niveaus gefallen waren und obschon der hohe Frankenkurs fundamental kaum gerechtfertigt war (siehe Grafik 8).

Die Entwicklung im Jahre 1978 entsprach beinahe exemplarisch dem Wechselkurs-*Overshooting*, wie es Rudiger Dornbusch in einer wegweisenden Arbeit 1976 modelliert hatte.<sup>21</sup> Viele Industrieländer, allen voran die USA, betrieben im Anschluss an die Rezession von 1975 eine sehr expansive Geldpolitik.<sup>22</sup> Anders die Nationalbank: Sie setzte der ausländischen Geldmengenexpansion ihr kontrolliertes Geldmengenwachstum entgegen.

---

<sup>18</sup> Die Dollarkäufe betrugen 11,2 Mrd. Franken in 1975.

<sup>19</sup> Verzinsungsverbot für neu zugeflossene ausländische Gelder, Kommissionsbelastung („Negativzinsen“) auf ausländischen Guthaben.

<sup>20</sup> Vgl. für den Ablauf im Einzelnen: SNB (1982), pp. 226 ff.

<sup>21</sup> Dornbusch (1976). Die Aussage ist natürlich qualitativ gemeint. Quantitativ dürfte das Überschüssen kaum den theoretischen Ergebnissen des Dornbusch-Modells entsprochen haben. Denn dort haben, neben anderen Vereinfachungen gegenüber der Realität, die Marktteilnehmer u.a. rationale Erwartungen.

Dies musste, gemäss dem Dornbusch-Modell zu einer raschen und übermässigen Wechselkursanpassung – einem Überschiessen – führen.<sup>23</sup>

Je mehr der Franken im Laufe von 1978 in die Höhe schoss, desto lauter wurde aus Wirtschaft und Politik nach Massnahmen gerufen. Im September 1978 hatte die Wechselkursblase ein derartiges Ausmass erreicht, dass die Landesregierung eine Spaltung des Devisenmarktes in Aussicht nahm.<sup>24</sup>

Um diesen drastischen Eingriff zu verhindern, beschloss das Direktorium, das Geldmengenziel fallenzulassen und ein explizites Wechselkursziel anzusteuern. Die SNB gab am 1. Oktober 1978 bekannt, sie werde so lange Devisen am Markt aufkaufen, bis die D-Mark wieder auf *deutlich über 80 Franken pro 100 DEM* notiere.

Die D-Mark war zuvor auf einen Tiefstand von 0.75 CHF (USD: 1.45 CHF) gefallen, verglichen mit 0.95 CHF Ende 1977 (USD: 2.-- CHF) (siehe Grafiken 9 und 10). Beträchtliche unsterilisierte Interventionen (in Form von Dollarkäufen) der SNB waren in den ersten Oktobertagen erforderlich, um das Wechselkursziel zu erreichen. Insgesamt erwarb die SNB im 4. Quartal 1978 Dollars im Gegenwert von 10,6 Mrd. Franken. Dieser Betrag entsprach 40% der monetären Basis und war mit 6,6% auch verglichen mit dem damaligen Bruttoinlandprodukt hoch.

Der exportgewichtete Frankenkurs bildete sich in diesem Zeitraum gegenüber seinem Höchststand um über 10% zurück, und die D-Mark erholte sich auf rund 0.90 CHF. Ein grosser Teil des riesigen Geldüberhangs konnte anschliessend durch Dollarverkäufe rasch abgebaut werden. Die Notenbankgeldmenge lag Mitte 1979 wieder auf einem normaleren Niveau, das allerdings den Vorjahreswert noch immer um rund 15% übertraf.

Die Wechselkurskrise von 1978 konnte – dank der Interventionspolitik – schliesslich gemeistert werden. Das Monetarismus-Experiment der SNB war aber zumindest als harte Version, in der die Geldmenge als Zwischenziel auf Jahresbasis Verwendung fand, gescheitert. Die an monetaristischen Vorstellungen orientierten Geldmengenziele konnten in einer kleinen offenen Volkswirtschaft, die stark von ausländischen Entwicklungen geprägt ist, nicht konsequent umgesetzt werden.

---

<sup>22</sup> Auch die damalige Fiskalpolitik war teilweise stark expansiv.

<sup>23</sup> In den Jahren 1975-1977 standen einem M1-Wachstum von 4,4%, 7,7% und 5,5% in der Schweiz in Deutschland M1-Zuwächse von rund 13%, 10% und 8% gegenüber. Die monetäre Basis wuchs in der Schweiz in diesen Jahren um 5,9%, 3,7% und 3,1%; in Deutschland stieg die Zentralbankgeldmenge um rund 10%, 9% und 9%. (Deutsche Zahlen: Deutsche Bundesbank (1995), Schaubild 10, S. 77.)

<sup>24</sup> Einführung eines regulierten Handelsfrankens mit fixem Wechselkurs neben einem den Marktkräften überlassenen Finanzfranken. Siehe Rich (2003), Fussnote 33.

Zwar wurde mit der Kontrolle des Geldmengenwachstums – wie von den Monetaristen vorausgesagt – die Inflation gebändigt und Preisstabilität erreicht. In den Jahren 1976-78 lag die Teuerung unter 2% (siehe Grafik 1). Das Ziel war aber nur auf Kosten einer temporären, gefährlich starken Aufwertung des Schweizer Frankens erreicht worden – und konnte deswegen ab Oktober 1978 nicht mehr konsequent verfolgt werden.

Die Abkehr vom Geldmengenziel und die massiven Devisenkäufe wurden auch im Nachhinein von den meisten Ökonomen und den damals Beteiligten als sinnvoll und richtig betrachtet – mit einer prominenten Ausnahme: Der damalige Präsident Fritz Leutwiler bezeichnete Jahre nach der Wechselkurskrise die Interventionen und die Abkehr vom „Pfad der Tugend“ offenbar als Fehler.<sup>25</sup> Bei der nachträglichen Beurteilung der Wechselkurskrise von 1978 darf man sicher nicht vergessen, dass es sich damals um die erste schwerwiegende Krise nach dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen handelte. Das damalige Direktorium fand sich also in einer offensichtlichen Krisensituation und konnte sich dabei auf keinerlei relevante Erfahrungswerte abstützen.

## **4. Zweite Phase: Pragmatische Rücksichtnahme auf den Wechselkurs**

Die SNB verzichtete auf ein Geldmengenziel für 1979, da sich ein solches nicht mit der Wechselkursnormalisierung vertragen hätte. Obschon ein beträchtlicher Teil des vorhandenen Geldüberhangs in der ersten Jahreshälfte 1979 zügig abgebaut wurde, traten keine neuen Wechselkurssturbulenzen auf. Die Konjunktur verbesserte sich angesichts der niedrigen Realzinssätze und des deutlich gesunkenen realen Frankenkurses.

Nachdem die Wechselkurskrise somit gemeistert war, kündigte die SNB für 1980 wieder ein Geldmengenziel an. Es bezog sich nicht mehr wie vor 1978 auf M1, sondern auf die Monetäre Basis, die Notenbankgeldmenge.<sup>26</sup> Die ersten Erfahrungen mit dem neuen Zielaggregat waren indessen wenig ermutigend. Sowohl für 1980 wie für 1981 war ein Zielwachstum von 4% angekündigt worden; in beiden Jahren nahm die Notenbankgeldmenge jedoch ab. Die im Zuge des zweiten Ölpreisschocks von 1979/80 markant höhere Inflati-

---

<sup>25</sup> Rich (2003) berichtet, dass “President Leutwiler, after his retirement from the SNB in 1985, went as far as to assert that the policy switch of 1978 had been a big mistake.”

<sup>26</sup> Die SNB hatte auch die M1-Ziele mittels internen Zielen für die direkt beeinflussbare Monetäre Basis angesteuert.

onsrate veranlasste die Nationalbank, bis im Herbst 1981 einen deutlich restriktiveren Kurs zu fahren als geplant.<sup>27</sup>

Dann allerdings begann sie die geldpolitischen Zügel zu lockern. Die Schweiz war nämlich erneut in eine Rezession geraten. In den USA hatte die Fed im Oktober 1979 begonnen, auf eine neue geldpolitische Strategie umzuschwenken.<sup>28</sup> Damit sollte das starke Geldmengenwachstum sukzessive reduziert werden. Dies gelang der von Paul Volcker präsierten Fed auch. Doch wie jede Inflationsbekämpfung hatte auch diese realwirtschaftliche Folgen: Die Zinssätze stiegen nach dem Politikwechsel rapide an und liessen die USA 1980 in eine Rezession fallen. Die Fed liess daraufhin die Zinssätze zunächst absinken und eine Erholung setzte ein, die aber – nach neuerlichem Zinsanstieg im Jahr 1982 – in eine zweite U.S. - Rezession mündete.<sup>29</sup>

Der zweite Erdölschock und die Inflationsbekämpfung in den USA hatten bis im Herbst 1981 den Aufschwung auch in der Schweiz stark abgebremst und sie in eine Rezession fallen lassen. Ausserdem war die D-Mark von über 0.91 CHF im April auf nur noch knapp über 0.80 CHF im November 1981 zurückgefallen.

Dies und die beginnende Rezession veranlassten die SNB zur Lockerung ihrer Politik. Sie bewies mit dieser Reaktion auf den Wechselkurs, dass ihre Politik hinsichtlich der Verfolgung von Geldmengenzielen deutlich pragmatischer geworden war.

Auch in den darauf folgenden Jahren liess sich jedes Mal eine leichte Reaktion der SNB erkennen, wenn sich die DEM in die Nähe der Limite von 0.80 CHF abschwächte. (siehe Grafik 10). In dieser Phase festigte sich die Meinung am Devisenmarkt und in der Öffentlichkeit, 80 CHF pro 100 DEM seien für die SNB eine weiterhin gültige Wechselkursuntergrenze. Diese Meinung hielt sich von da an bis zum Umtausch der DEM in den EUR.<sup>30</sup>

#### **4.1. Reaganomics – zurück zur Preisstabilität**

Weltweit hatte gegen Ende 1982 – nach einer Lockerung der zuvor extrem straffen Geldpolitik in den USA und in den wichtigen Industrieländern – eine Konjunkturerholung begonnen. Damit besserte sich die Lage auch in der Schweiz. Der Aufschwung gewann in der Reaganomics-Phase 1983/1984 an Fahrt. Die Produktionslücke verringerte sich, die

---

<sup>27</sup> Die Vorjahresinflationsrate stieg bis auf 7,5% im September 1981 (Grafik 1).

<sup>28</sup> S. für eine Beschreibung dieser Episode Friedman, B. (1988).

<sup>29</sup> Friedman, B. (1988), pp. 53 ff., enthält eine Beschreibung der damaligen Politik der Fed sowie der Geldmengen- und Zinsentwicklung, die von einer sehr hohen Volatilität geprägt war.

<sup>30</sup> Kohli/Genberg (1997), p. 12: „It is widely believed in financial markets that a ‚target-zone‘ of 0.80-0.90 CHF./DEM has characterised SNB policy since [1978].“

Arbeitslosigkeit ging allmählich zurück und gleichzeitig blieb die Inflationsentwicklung unter Kontrolle (siehe Grafik 7).

Die Nationalbank konnte ihre Ziele für die Notenbankgeldmenge in den Jahren 1982-1986 recht gut einhalten. Dies, obschon sie im Rahmen des neuen Pragmatismus den Wechselkurs insbesondere zur D-Mark kaum aus den Augen liess. Der zuvor sehr hoch bewertete US-Dollar ging nach dem *Plaza-Agreement* deutlich zurück. Ab März 1985 verlor er innerhalb eines Jahres 30% gegenüber dem Franken. Der tiefere Dollar und der fallende Ölpreis brachten im Jahre 1986 die schweizerische Teuerung wieder in die Zone der Preisstabilität zurück. Die Inlandteuerung lag allerdings auch Ende 1986 noch bei 2%, als die Jahresteuern insgesamt erstmals auf die 0%-Marke sank.

#### **4.2. Straffung der Geldpolitik verzögert - 1987**

Obschon die SNB 1986 das Ziel für die Notenbankgeldmenge von 2% im Jahresdurchschnitt genau erreichte, gab es Ende des Jahres Anzeichen dafür, dass unruhigere Zeiten bevorstehen könnten. Die Geldmengenaggregate M1 und M3 waren bis Jahresende recht stark gewachsen. Diese expansive Politik war nicht zuletzt aus Rücksicht auf den starken Franken und den verhaltenen Geschäftsgang im internationalen Sektor der Schweizer Wirtschaft geführt worden. In der Binnenwirtschaft dagegen begannen Immobilienmarkt und Bauwirtschaft auf einen Aufschwung einzuschwenken, der wenige Jahre später in einen eigentlichen, überhitzenden Spekulationsboom münden sollte.

Im Jahre 1987 stand der robusten Binnenkonjunktur ein Nachlassen des Wachstums im internationalen Umfeld gegenüber. Das Wirtschaftswachstum insgesamt stagnierte wegen der lahmen Exporte. Die Nationalbank verzichtete deshalb darauf, ihrem Geldmengenziel von 2% rigoros nachzuleben – dies hätte einen Zinsanstieg und möglicherweise verschärfte Aufwertungsprobleme für den Franken bedeutet.

#### **4.3. Überhitzter Boom, Inflation und Absturz – Periode 1987 - 1991**

In der Folge begann Murphy's Gesetz sein erbarmungsloses Wirken. Die Nationalbank hatte im Sommer 1987 noch gehofft, die Geldpolitik gelegentlich wieder auf einen weniger expansiven Kurs zu bringen. Der Börsencrash von Oktober 1987 zog eine erhöhte Liquiditätsnachfrage der Banken sowie eine Abschwächung des USD (und der DEM) nach sich. Die SNB schob die fällige Straffung ihrer Politik hinaus.

Das Geldmengenziel wurde 1987 mit 2,9% um 0,9% übertroffen. Für 1988 wurde ein Ziel von 3% angekündigt, um keine Befürchtungen über eine allzu restriktive Gangart aufkom-

men zu lassen. Auch dieses Ziel wurde anschliessend – allerdings nach unten – weit verfehlt. Die Einführung neuer Liquiditätsvorschriften und des elektronischen Interbankzahlungssystems SIC hatten die Nachfrage der Banken nach Giro Guthaben beträchtlich verringert. Die monetäre Basis schrumpfte um beinahe 4%. Dies zog nicht etwa Zinsanspannungen nach sich; die SNB war ganz im Gegenteil darauf bedacht, solche mit Blick auf mögliche realwirtschaftliche Auswirkungen des Börsencrashes zu vermeiden. Der Dreimonatssatz am CHF-Geldmarkt lag im ersten Quartal 1988 bei 1,5% – verglichen mit gut 3% Ende 1988. Auch im zweiten Quartal stieg er nur moderat an. Erst gegen Jahresende liess die SNB eine kräftigere Zinserhöhung zu. Das Wirtschaftswachstum hatte weltweit und auch in der Schweiz angezogen, und der Frankenkurs hatte sich sowohl gegenüber der DEM als auch insgesamt klar normalisiert (Grafik 8 & 9).

Die Nationalbank realisierte nun, dass der Aufschwung an Fahrt gewann. Sie straffte die geldpolitischen Zügel rasch. Sie hatte für 1989 wie auch für 1990 je ein Zielwachstum für die Notenbankgeldmenge von 2% angegeben, unterschritt es aber mit -1,9% und -2,6% in beiden Jahren deutlich.

Die SNB erlebte in dieser Zeit mit der Immobilienblase und dem weltweit starken Konjunkturaufschwung eine ungewohnte Situation. An die Stelle der steten Sorge um einen zu starken Franken und eine möglicherweise anfällige Wirtschaft trat nun der offene Kampf gegen Inflationsimpulse. Diese kamen nicht nur aus dem Inland, sondern wurden durch die Importpreise zusätzlich genährt, weil der Franken bis Mitte 1989 real markant an Wert verloren hatte. Die D-Mark etwa war damals auf über CHF 0.88 gestiegen.

Ende 1989 betrug die Teuerung in der Schweiz 5%. Dies lag in beträchtlichem Masse über den damaligen Erwartungen der Nationalbank. Sie kletterte auch danach weiter und erreichte erst Mitte 1991 den Höchststand von 6,6%.<sup>31</sup> Anschliessend fiel sie rasch bis unter die 4%-Marke (Mitte 1992). Preisstabilität im Sinne der heute gültigen SNB-Definition wurde erst Anfang 1994 wieder erreicht. Dieser Erfolg war mit einer lange dauernden Phase restriktiver Politik und einer schmerzhaften Stabilisierungsrezession 1991 bis 1993 erkaufte worden.

Rückblickend muss festgehalten werden, dass die Phase von 1987 ein nachgerade experimenteller Fall von Instabilität der Geldnachfrage war. Zwar hatten die Ökonomen der Nationalbank vorausgesehen, dass die Einführung des SIC und der neuen Liquiditätsvorschriften eine Senkung der Nachfrage nach Notenbankgeld verursachen würde. Sie wur-

---

<sup>31</sup>Auch die Kerninflation erreichte im Juli 1991 einen Höchststand von 6,5%.

den aber vom Ausmass und der Dauer der Anpassung überrascht.<sup>32</sup> In dieser Phase wäre es wohl besser gewesen, die operative Umsetzung der Geldpolitik an einem Zinsniveau anstelle einer Vorgabe für die Giro Guthaben zu orientieren.

## 5. Dritte Phase: Mittelfristiger Geldmengenzielfad

Inzwischen hatte die Nationalbank ihre Konsequenzen aus den schwierigen Erfahrungen nach 1987 gezogen und ihre Praxis der jährlichen Geldmengenziele aufgegeben. Nach den grossen Zielabweichungen 1989/90 legte sie Ende 1990 einen mittelfristigen – auf fünf Jahre ausgerichteten – Wachstumspfad fest (siehe Grafik 5).<sup>33</sup> Dieser sollte anzeigen, wie sich die Notenbankgeldmenge bei Preisstabilität und potenzialgerechtem Wirtschaftswachstum entwickeln müsste.

Die SNB gab damals gleichzeitig zu erkennen, dass sie wie schon in den beiden Jahren zuvor nicht eine strikte Geldmengenpolitik befolgen wollte. Die Unsicherheiten nach der Immobilienblase in der Schweiz und im Zusammenhang mit der Entwicklung beim wiedervereinigten Nachbarn Deutschland waren gross. Deshalb erschien es ratsam, neben der Geldmenge andere Indikatoren bei der geldpolitischen Entscheidungsfindung noch stärker als früher zu berücksichtigen. Die Nationalbank war damit nochmals ein Stück pragmatischer geworden als zur Zeit der jährlichen Geldmengenziele.

Der Wachstumspfad für die Geldmenge schien seine Funktion als Orientierungshilfe zunächst nicht allzu schlecht zu erfüllen. Er lag über der effektiven Geldmenge und signalisierte damit, dass diese stärker wachsen müsse, wenn einmal die Inflationsrate und die Zinssätze zurückgegangen wären. Denn die Umlaufgeschwindigkeit würde bei niedrigeren Zinssätzen abnehmen. Die steigende Geldnachfrage müsste unter diesen Umständen alimentiert werden, wenn eine zu restriktive Politik vermieden werden sollte.

---

<sup>32</sup> Auszug aus der Pressemitteilung vom 18. Dezember 1987 über die Geldpolitik im Jahre 1988: „Es ist nicht auszuschliessen, dass die auf den 1. Januar in Kraft tretenden Liquiditätsvorschriften sowie das Swiss Interbank Clearing (SIC) die Nachfrage nach Notenbankgeld beeinflussen werden. Falls sich diese Nachfrage reduziert, könnte die Zuwachsrate für die bereinigte Notenbankgeldmenge über das anvisierte Ziel gesenkt werden, ohne dass damit eine Verschärfung des geldpolitischen Kurses verbunden wäre. Das Geldmengenziel für 1988 ist wiederum als Richtlinie zu verstehen.“

<sup>33</sup> Beim Übergang zur Festlegung jährlicher Ziele für die Notenbankgeldmenge im Jahre 1980 war nicht klar gewesen, welches jährliche Wachstum dieses Aggregats mit Preisstabilität kompatibel sei. Die SNB war ursprünglich davon ausgegangen, ein Wachstum von 3%, später von 2,5-3% und schliesslich 2% lasse mittelfristig ein Wirtschaftswachstum im Rahmen des Potenzials der Wirtschaft bei Preisstabilität zu (Rich 2003). Aufgrund der Erfahrungen in den achtziger Jahren musste sie diese Vorstellung revidieren. Der Trendanstieg der Umlaufgeschwindigkeit der Notenbankgeldmenge deutete darauf hin, dass das Geldmengenwachstum unter stabilen Bedingungen eher 1% betragen sollte. Dieser Wert wurde für die Geldmengenzielpfade verwendet.

Effektiv unternahm die SNB im Jahr 1991 zwar zögernde Schritte, um die hohen Zinssätze etwas zu senken. Der Franken verlor indessen im Zuge des deutschen Wiedervereinigungsbooms deutlich an Wert. Als die DEM Anfang 1992 klar über die 90er-Marke stieg, straffte die SNB die Geldpolitik nochmals und trieb den 3-Monatssatz erneut auf über 9% hinauf. Die Rezession wurde im Laufe des Jahres 1992 immer schmerzhafter spürbar, und die SNB begann die Geldpolitik ab Mitte 1992 zu lockern. Der 3-Monatssatz ging bis Ende 1992 auf 6% zurück und fiel im Laufe von 1993 auf 4%. Die Lücke zwischen dem mittelfristigen Zielpfad und der tatsächlichen Notenbankgeldmenge wurde ab Mitte 1992 enger; sie war aber Anfang 1994 noch bei weitem nicht geschlossen.

### **5.1. Preisstabilität und Frankenstärke: Periode 1994 - 1995**

Trotz der zurückgewonnenen Preisstabilität lockerte die SNB die Geldpolitik im Jahre 1994 nicht weiter. Einerseits schien sich die Wirtschaft allmählich wieder zu erholen, auch wenn die tiefe Strukturkrise im Bau- und Immobiliensektor noch nicht völlig ausgestanden war. Andererseits befürchtete das Direktorium, die geplante Einführung der Mehrwertsteuer Anfang 1995 könnte nach dem ersten Preisschub in eine neue Inflationsbeschleunigung ausmünden. Es verhielt sich daher vorsichtig. Es liess kein weiteres Abgleiten der Zinssätze zu, obschon dies zur weiteren Annäherung an den Geldmengenzielpfad erforderlich gewesen wäre.

Erst im Laufe von 1995 wurden die Zinssätze weiter gesenkt – angesichts eines immer stärker werdenden Frankens und eines erneut unerwartet schwachen Konjunkturverlaufs im Gefolge der Mexiko-Krise.<sup>34</sup> Der 3-Monatssatz fiel kontinuierlich von vier auf zwei Prozent; gegen Jahresende begann sich in der Folge die Notenbankgeldmenge dem Zielpfad anzunähern, der Anfang 1995 für eine neue Fünfjahresperiode festgelegt worden war.

Entscheidend für die Zinssenkungen war für das Direktorium in dieser schwierigen Zeit indessen nicht die Diskrepanz zwischen Notenbankgeldmenge und Zielpfad. Vielmehr litt die Schweizer Wirtschaft unter dem als extrem hoch empfundenen Frankenkurs. Sie zeigte kaum Zeichen einer Erholung, sondern stagnierte weiterhin. Die ohnehin hohe Arbeitslosigkeit tendierte wieder aufwärts, während die Inflationsrate von 2% nach dem Übergang zur Mehrwertsteuer rasch wieder unter 1% sank. Die Nationalbank geriet in der Folge in



der Öffentlichkeit so hart in die Kritik wie kaum je zuvor. Die im Rückblick eindeutig zu restriktive Politik 1994/95 – nach einer ohnehin schweren Stabilisierungsrezession – wurde nun von breiten Kreisen heftig getadelt.<sup>35</sup>

Diese geldpolitische Fehleinschätzung darf jedoch nicht dem damaligen Konzept angelastet werden. Die nach der anfänglichen Lockerung von 1993 aufgekommene Furcht vor weiteren Zinssenkungen 1994 sowie die zögerlichen Senkungen im Laufe von 1995 erscheinen aus heutiger Sicht zwar als Fehler. Aber sie geschahen im Widerspruch zu den Signalen, die von der Geldmengenentwicklung ausgingen. Der Geldmengenzielpfad hätte eine gelockerte Gangart erfordert, und dies wurde von den Ökonomen dem Direktorium auch so vorgeschlagen. Der Hauptgrund für abweichende Entscheide des damaligen Direktoriums lag wohl in einer zu optimistischen Einschätzung der Wirtschaftsentwicklung und einer zu pessimistischen Einschätzung der vorhandenen Inflationsgefahr – nach der langen und hartnäckigen Teuerungsperiode Anfang der 90er-Jahre wollte das Direktorium einen erneuten Inflationsschub tunlichst vermeiden – und vielleicht auch in einer un gerechtfertigten Abneigung gegen allfällige Mehrheitsentscheide im Direktorium.

## **5.2. Graduelle Erholung ab 1996 und Übergang zum neuen Konzept**

Eine allmähliche Normalisierung des realen Frankenkurses und weiter rückläufige kurzfristige Zinssätze lösten die schweizerische Wirtschaft gegen Ende 1996 aus der Stagnation. Doch die Wachstumsraten blieben moderat, die Produktionslücke verringerte sich nur langsam, und die Asien- und Russlandkrisen von 1997-1998 brachten erneute Rückschläge.<sup>36</sup>

Geldpolitisch war die Phase 1996-1999 jedoch eher unproblematisch. Die SNB konnte bei niedrigen Zinssätzen und einer Reihe von desinflationären internationalen Schocks die Erholung unterstützen ohne dabei Inflationspotential aufzubauen. Insbesondere gab es mit

---

<sup>34</sup> Das Jahr 1994 hatte weltweit gut begonnen: Ein synchronisierter globaler Aufschwung war in Gang gekommen. In den USA wurden nach einer anämischen Phase auf dem Arbeitsmarkt sehr rasch sehr viele neue Arbeitsplätze geschaffen. Die Fed reagierte darauf mit einer deutlichen Straffung der Geldpolitik. Die kurzfristigen Zinsen zogen von 3% auf 6% an. Die 10-jährigen U.S. - Obligationenrenditen reagierten auf diese Situation mit einem kräftigen Anstieg von 2,5 Prozentpunkten im Laufe von 1994. Der Preiseinbruch am Obligationenmarkt löste schliesslich gegen Jahresende 1994 die Mexiko-Krise aus. Darunter litt das weltwirtschaftliche Wachstum während des ganzen Jahres 1995.

<sup>35</sup> Die Kritik beschränkte sich zunächst auf Gewerkschafts- und Exportwirtschaftskreise. Ab 1996 wurde sie auch von Wissenschaftlern und SNB-Beobachtern geteilt (z. B. Zeitungsartikel von P. Hildebrand in Finanz und Wirtschaft vom 27. April 1996, oder von J.-C. Lambelet in der NZZ vom 30. November 1996).

<sup>36</sup> Gemäss Kohli (2002) unterschätzt das gemessene reale BIP die reale Wertschöpfung der schweizerischen Volkswirtschaft um 0,6% p.a., weil sich die *terms of trade* der Schweiz in den letzten Jahrzehnten trendmässig verbessert haben. Die Stagnation der 90er-Jahre war demgemäss nicht ganz so extrem wie von der BIP-Statistik suggeriert, aber auch Kohli findet, „Auch wenn das Wachstum ... in den neunziger Jahren sicher grösser war, als die offiziellen Zahlen vermuten lassen, war es dennoch schwach.“ (p. 61).

dem Frankenkurs keine Schwierigkeiten. Er blieb auch nach der Einführung des Euro 1999 auf einem sehr stabilen Niveau.<sup>37</sup> Börsengewinne und ein boomender Finanzsektor sowie die Ende 1999 mit einer Arbeitslosenquote von 2% wieder annähernd erreichte Vollbeschäftigung bei Preisstabilität sorgten für eine allgemein gute Stimmung von Konsumenten und Investoren.

Im Laufe der Jahre, insbesondere nach der Anpassung des Geldmengenpfads für die zweite Periode 1995-1999, trat das Geldmengenziel als Entscheidungsgrundlage für die SNB-Politik stetig weiter in den Hintergrund. Wie ich bereits erwähnt habe, zeigte sich, dass die Nachfrage nach Notenbankgeld in der kleinen offenen Volkswirtschaft Schweiz zu instabil war, um dem Pfad eine wirklich zuverlässige Rolle als Wegweiser zu erlauben. Die Banknotennachfrage, insbesondere nach grossen Stückelungen nahm beispielsweise in den Jahren ab 1996 aus nicht vollends geklärten Gründen markant zu. Der Geldmengenzielpfad wurde weit überschritten, ohne dass die Geldpolitik zu expansiv gewesen wäre. Auch der Zusammenhang zwischen der Entwicklung breiter Geldaggregate wie M3 und der späteren Inflationsentwicklung erwies sich wie teils auch schon zuvor als zu unpräzise, so dass auch an ein wirksames Arbeiten mit breit definierten Geldmengenzielen nicht zu denken war.

Von Mitte 1995 bis Mitte 1997 wuchs M3 beträchtlich. Dies hatte indessen 1999 – 2000, mit der in der Schweiz normalen Verzögerung von rund 3 Jahren, keine Abweichung vom Preisstabilitätsziel zur Folge. Auch mit längerer Verzögerung trat kein Inflationsschub auf. Das in den Jahren 1998/1999 deutlich schwächere Wachstum von M3 hatte offenbar ausgereicht, um einen zuvor allenfalls entstandenen Geldüberhang, zu eliminieren.<sup>38</sup>

Solche Instabilitäten der Geldnachfrage bei der Notenbankgeldmenge bzw. des Zusammenhangs zwischen Geldmengen- und Inflationsentwicklung leiteten schliesslich das Ende der dritten Phase des schweizerischen Monetarismus ein. Im Dezember 1998 erteilte das Direktorium schliesslich der volkswirtschaftlichen Abteilung den Auftrag, ein neues Konzept zu erarbeiten.<sup>39</sup> Wie Sie wissen, wurde das heute gültige Konzept Ende 1999 eingeführt und besteht aus drei Hauptelementen.

---

<sup>37</sup> In den zwölf Monaten nach der Einführung der europäischen Einheitswährung schwankte der Franken in einer Bandbreite von weniger als 2% gegenüber dem Euro. Auf der anderen Seite verlor er Terrain gegenüber dem Dollar, so dass er sich insgesamt um 5% real abwertete (Grafik 8 und 9).

<sup>38</sup> Ein dauerhafter Geldüberhang wird früher oder später das Preisniveau / die Inflationsrate in die Höhe treiben. Der Zusammenhang ist aber nicht so präzise, dass er sich sinnvoll für eine Geldmengenpolitik nutzen lässt. Siehe Baltensperger, Jordan, Savioz (2001).

<sup>39</sup> Der Auftrag wurde im Rahmen der Diskussion über die Geldpolitik für 1999 erteilt, da der mittelfristige Pfad für die Notenbankgeldmenge nur noch bis Ende 1999 galt. Im Mai 1999 fand ein Direktoriumsseminar zu diesem Thema statt.

Erstens wird als Hauptziel Preisstabilität im Sinne einer KPI-Inflationsrate von weniger als 2% angestrebt. Zweitens wird vierteljährlich eine fundierte Inflationsprognose auf einen Horizont von drei Jahren hinaus erstellt. Falls gemäss dieser Prognose bei unverändertem Geldmarktzinssatz eine Verletzung der Preisstabilität droht, muss eine Anpassung des Zinsziels für den Dreimonatszinssatz erwogen werden. Als Orientierungsgrösse für den Markt und als Richtgrösse für die Umsetzung der Geldpolitik im III. Departement der SNB dient schliesslich – dies ist das dritte Element des Konzepts – eine Zielbandbreite für den Schweizerfranken-Dreimonatsliborsatz.

### **5.3. Marktturbulenzen und neues Konzept – Periode 2000 - 2004**

Das heute gültige Konzept hat sich – auch in der schwierigen Zeit nach dem Platzen der Börsenblase im März 2000, der Terrorattacke vom 11. September 2001 und der Deflationsgefahr bei deutlich überbewertetem Frankenkurs im Jahre 2002 – bisher bewährt. Das Konzept scheint besser kommunizierbar zu sein als jenes mit Geldmengenzielen. Journalisten und Marktteilnehmer sehen offenbar den Sinn der Ausrichtung an der Inflationsprognose im Hinblick auf das Preisstabilitätsziel ein.

Die Kommunizierbarkeit des neuen Konzeptes mag insofern erstaunen, als das Konzept mit der Inflationsprognose unter der Annahme unveränderter Zinssätze intellektuell anspruchsvoller ist als ein einfaches Geldmengenkonzept. Unter den Monetarismus-CH Versionen I bis III bemühte sich die SNB stets um genaue Kommunikation. Insbesondere wurden die häufigen Zielabweichungen auf ihre Gründe hin untersucht, und diese wurden in der jährlichen Rechenschaftsablage in den Publikationen der SNB minutiös erläutert. Die Gründe für die Abweichungen vom Geldmengenziel waren jedoch häufig recht komplex. Dadurch wurden die Erklärungen für die Zielabweichungen für Nicht-Fachleute zu eher schwer verdaulicher Kost. Dennoch war das Kommunikationskonzept in der Periode der Geldmengenziele insofern sehr modern, als es Transparenz und Rechenschaftsablage einen sehr hohen Stellenwert einräumte.

## **6. Das Vermächtnis des Monetarismus**

Der Monetarismus<sup>40</sup> als intellektuelle Strömung war weltweit und in der Schweiz in den siebziger Jahren unentbehrlich, um das Bewusstsein für die Notwendigkeit der Einschrän-

---

<sup>40</sup> Ich beziehe mich hier nur auf das monetaristische Rezept von Geldmengenzwischenzielen. Die positiv ökonomischen Aussagen der Monetaristen, insbesondere jene von Friedman, haben sich in der Folge zu einem guten Teil als korrekt erwiesen und sind heute Bestandteil der *mainstream*-Ökonomie, wie sie insbesondere durch die neo-keynesianische Richtung vertreten wird. S. dazu Bernanke (2003).

kung der Inflation zu schärfen. Der Erfolg der Geldmengenkontrolle bei der Reduktion der Teuerung in den siebziger Jahren ist zu einem grossen Teil der Verdienst des Monetarismus. Auf die USA bezogen, hat Fed Chairman Alan Greenspan vor kurzem gesagt, dass *“the action (the Fed) took on October 6, 1979, stands out as ... a milestone and arguably a turning point in our nation’s economic history. The policy change initiated under the leadership of Chairman Paul Volcker on that Saturday morning in Washington rescued our nation’s economy from a dangerous path of ever-escalating inflation and instability.”*<sup>41</sup>

Während der Monetarismus zur Akzeptanz der Preisstabilität als höchstes Gut der Geldpolitik einen aussergewöhnlichen Beitrag geleistet hat, erwies sich seine Rezeptur, mit Geldmengen als Zwischenzielen für die Geldpolitik zu arbeiten, bald als unzweckmässig. Es zeigte sich vor allem, dass die Geldmengenentwicklung in vielen Ländern keinen ausreichend stabilen, engen Zusammenhang zur nachfolgenden Preisentwicklung hatte. Eine kurz- und mittelfristig nur an Geldmengenzielen ausgerichtete Politik konnte daher nicht optimal ausfallen.<sup>42</sup>

In der Schweiz als kleine offene Volkswirtschaft scheiterte die strikte Geldmengenpolitik nicht zuletzt an den Wechselkursreaktionen, die sie in besonders krassem Ausmass 1978 auslöste. Die anschliessend zunehmend pragmatische Handhabung der Geldmengenziele war daher sicher richtig. Der angemessene Platz wurde der Geldmenge in der SNB aber erst mit dem Konsens, den die SNB beim Übergang zu ihrem neuen Konzept Ende 1999 fand, zugewiesen.

Er besteht darin, dass die Geldaggregate als Informationsvariable oder Indikatoren weiterhin beachtet werden. Soweit die Geldmengenentwicklung Information über die künftigen Inflationsraten enthält, ist sie – was letztlich selbstverständlich ist und überhaupt nicht zur Diskussion Anlass geben sollte – bei der Erarbeitung der Inflationsprognose zu berücksichtigen. Geldmengenziele als solche jedoch sind zu Recht aus dem Konzept entfernt worden. Denn sie waren für die Nationalbank insgesamt nicht besonders hilfreich. Manchmal schadeten sie sogar, indem in kritischen Perioden zu lange versucht wurde,

---

<sup>41</sup> St. Louis Fed conference, October 2004.

<sup>42</sup> In einer Rede vom Oktober 2000, fasst Alan Greenspan diese Schwierigkeit gut zusammen: „To be sure, inflation is at root a monetary phenomenon. [...] But as technology continues to revolutionize our financial system, the identification of particular claims as money, near money or a store of future value has become exceedingly difficult. [...] We cope with this uncertainty by ensuring that money growth, by any reasonable definition, does not reach outside the limits of perceived prudence. But we have difficulty defining those limits with precision, and within such limits there remains significant scope for discretion in setting policy.“ Auch der Vater des Monetarismus, Milton Friedman, gestand in einem FT Artikel von 7. Juni 2003, dass „the use of quantity of money as a target has not been a success“.

dem Geldmengenziel möglichst nahe zu kommen, obwohl schliesslich davon abgewichen wurde.

Bei dieser Beurteilung der Politik mit Geldmengenzielen gilt es einen wichtigen Punkt zu beachten: Wesentlich anders wäre eine an anderen Indikatoren – wie zum Beispiel einem Taylor-Zinssatz, *monetary conditions* oder einer Inflationsprognose – ausgerichtete Geldpolitik in dieser Phase wohl kaum ausgefallen (siehe Grafik 11).

In diesem Sinne ist es eigentlich falsch, die Geldmengenzpolitik der Nationalbank und der Deutschen Bundesbank als *monetaristisch* zu bezeichnen. *Monetaristisch inspiriert* wäre wohl ein besserer Begriff für die Handhabung der Geldpolitik durch diese zwei Zentralbanken seit dem Ende von *Bretton Woods*. Denn zu einem guten Teil wurden die Geldmengen im Rahmen dieser Politik nicht eigentlich als Zwischenziele, sondern vielmehr als Indikatoren oder Informationsvariablen benutzt.<sup>43</sup> Die Orientierung an der Geldmenge kann daher sogar als einfaches Instrument der Inflationsprognose verstanden werden. Die hauptsächliche Motivation, trotz häufiger Zielverfehlungen an den Geldmengenzielen festzuhalten, dürfte beim dadurch geschaffenen Zwang zur Rechenschaftsablage gegenüber der Öffentlichkeit gelegen haben.<sup>44</sup> Denn wer Ziele setzt und sie nicht einhält, muss nachträglich begründen können, weshalb Abweichungen eintraten. Und diesem selbst auferlegten Begründungszwang sind sowohl die Bundesbank als auch die SNB stets durch eine ausführliche Berichterstattung nachgekommen, was ihrer Reputation sicher tendenziell geholfen hat.

Problematisch während der Monetarismus-Zeit der Nationalbank waren die Wechselkurskrise 1978 sowie die Phase 1988/89. In den Jahren 1975 - 1978 wurde zu lange auf die Geldmengenziele geschaut und somit eine Gefahr für die schweizerische Volkswirtschaft geschaffen. 1988 - 89 reagierten die damaligen Währungshüter auf den schwachen Frankenkurs zu spät, obschon sich inflationäre Gefahren schon früh abgezeichnet hatten.

## **7. Fazit für die schweizerische Geldpolitik**

Wie kaum ein anderes OECD Land ist die Schweiz in die Weltwirtschaft eingebunden. Die monetären Bedingungen in unserem Land sind deshalb in der kurzen Frist auch von ausländischen Faktoren abhängig. Falls unsere Geldpolitik kurzfristig stark von jener der Nachbarn abweicht, ist in der Regel mit einem Überschiessen des Wechselkurses zu

---

<sup>43</sup> Issing (1995): „One of the secrets of the success of the German monetary policy targeting was that ... it often did not feel bound by monetarist orthodoxy as far as its more technical details were concerned”.

<sup>44</sup> Ähnliches dürfte für die Deutsche Bundesbank gelten. S. Mishkin, Posen (1997).

rechnen.<sup>45</sup> Ein globaler Inflationsschub kann in der Schweiz deswegen nur dann ohne unverhältnismässige Kosten bekämpft werden, wenn die Nachbarländer und wichtigsten Handelspartner ebenfalls auf die Wiederherstellung der Preisstabilität bzw. des vorherigen Inflationstrends hinarbeiten. Diese enge Abhängigkeit von dem, was in ihrem Umfeld passiert, ist eine permanente Rahmenbedingung für die schweizerische Geldpolitik, unabhängig vom geldpolitischen Konzept.

Die drei grossen und teils beinahe verheerenden Stop-and-Go-Zinszyklen in den letzten dreissig Jahren waren immer von weltwirtschaftlichen Schocks geprägt: Der erste Inflations- und Zinsschub war durch die Inflationspolitik der USA in Kombination mit dem ersten Erdölpreisschock entstanden. Der zweite Zyklus war eine Folge der Reflationspolitik der USA und anderer Länder nach der Rezession von 1975 und war erneut kombiniert mit einem Erdölpreisschub – nach der Khomeini-Revolution im Iran. Die dritte Inflationswelle schliesslich baute sich im Gefolge der expansiven Geldpolitik nach dem Plaza-Abkommen auf. Die damals beginnende Dollar-Schwäche hatte in vielen Ländern eine zu expansive, am Wechselkurs orientierte Geldpolitik nach sich gezogen. Diese Politik führte in Japan zur „bubble economy“. In den USA, die insbesondere nach dem Börsencrash von 1987 ebenfalls eine expansive Geldpolitik verfolgten, in Grossbritannien, in der Schweiz und anderswo kam es zu teilweise massive Immobilienblasen. Sich von solchen globalen Zyklen völlig abzukoppeln, dürfte für die SNB auch in Zukunft illusorisch sein.

Es bestehen allerdings gute Aussichten dafür, dass es der SNB gelingt, künftige weltweite Inflationsimpulse besser abzuwehren als in der Vergangenheit. So lange nämlich die EZB eine ähnlich stabilitätsbewusste Politik wie die Nationalbank führt, ist die Gefahr von unkontrollierten Wechselkursbewegungen gegenüber dem Euro gering. Trotzdem bleibt auch mit unserem neuen Konzept ein gewisses Risiko bestehen, dass wir die Preisstabilität zeitweise nicht gewährleisten können, falls unsere kleine, offene Volkswirtschaft von extremen externen Schocks betroffen wird.

In diesem Sinne stellt sich natürlich die Frage, was wir in einer solchen Situation tun würden. Wir müssten die Preisstabilität nach einem Teuerungs- oder Deflationsschub wieder herstellen – letztlich genau so, wie es unsere Vorgänger in der „monetaristischen“ Phase

---

<sup>45</sup> Würgler und Spöndli hielten in einer Diskussion der Episode des überschüssenden Frankens 1978 im Jahre 1980 fest: „Die rigide und im Vergleich zum Ausland, das damals sachte geldpolitische Lockerungen zulies, vor allem von Ende 1976 bis Mitte 1977 stark restriktive Politik hat offensichtlich den für die schweizerische Industrie existenzbedrohenden Aufwertungsschub von Ende 1977 bis gegen Ende 1978 herbeigeführt.“ Und weiter: „Es scheint, dass für eine kleine offene Volkswirtschaft mindestens ein rigoroser Alleingang zwecks Inflationsbekämpfung nicht möglich ist. Ob eine Politik der Schweiz, die sachte restriktiver ist als diejenige der viel grösseren Bundesrepublik Deutschland, nachhaltig zu einer geringeren Inflationsrate ohne extreme Überschliessphänomene hinführen kann, wird die Zukunft weisen müssen.“ (Würgler, 1981, p. 249.)

der SNB-Politik jeweils taten. Denn darauf, dass die Rückführung zur Preisstabilität jeweils entschlossen an die Hand genommen wurde, gründet letztlich die grosse Reputation, die sich die Deutsche Bundesbank und die SNB im Kreis der Notenbanken erarbeitet haben. Infolge der engen internationalen Vernetzung sind wir, wie bereits erwähnt, auch heute darauf angewiesen, dass die EZB der Preisstabilität auch weiterhin eine hohe Priorität einräumt.

Abschliessend stellt sich die sowohl konzeptionell wie praktisch relevante Frage, inwiefern die Erfahrungen aus den letzten dreissig Jahren und die sich darauf abstützende Einführung unseres neuen geldpolitischen Konzeptes die Grundthesen des Monetarismus, beziehungsweise die daraus folgenden Politik-Konklusionen, qualifiziert.

Das Hauptziel der Schweizerischen Geldpolitik war und bleibt die Preisstabilität. An diesem Grundsatz haben weder die geldpolitischen Erfahrungen der letzten dreissig Jahren noch die Entwicklung der makroökonomischer Forschung etwas geändert. Etwas differenzierter muss die Frage angegangen werden, inwiefern die Geldpolitik *output stabilization* betreiben soll und kann. Die neuesten Errungenschaften der makroökonomischen Theorie deuten an, dass weniger Spannung zwischen Inflationsstabilisation und richtig definierten realen Stabilisationszielen herrscht als aus den ursprünglichen monetaristischen Grundthesen hervorgeht.<sup>46</sup> Dies hat zweifelsohne auch damit zu tun, dass Notenbanken mittlerweile praktisch weltweit den Preisstabilitätsauftrag äusserst ernst nehmen. Die mittel- und langfristigen Inflationserwartungen sind dementsprechend glaubwürdig auf niedrigem Niveau verankert.<sup>47</sup>

In diesem Sinne kann man unser Mandat, bestehend aus dem Verfassungsauftrag, die Geld- und Währungspolitik im Gesamtinteresse des Landes zu führen und aus dem Gesetzesauftrag, welcher der Preisstabilität Priorität setzt, als sehr modern betrachten.

Auch in Bezug auf die Empfehlung einer rein passiven Geldpolitik scheint mir die monetaristische Optik zu eng zu sein. Denn die Erfahrungen der letzten dreissig Jahre zeigen, dass die Annahme der inhärenten Stabilität des privaten Sektors mindestens zu hinterfragen ist. Um auf die von Karl Brunner klar mit „ja“ beantwortete Frage zurückzukommen, ob es seine fundamentale Annahme sei, dass die reale Wirtschaft inhärent „*self-stabilizing*“ sei, so habe ich nicht zuletzt im Rahmen meiner Erfahrungen der globalen Kapitalmarktkrisen Ende Neunziger Jahre beträchtliche Zweifel. In der spezifisch schweizerischen Situation kommt, wie die Geschichte zeigt, die potentielle Verwundbarkeit der schweizeri-

---

<sup>46</sup> Siehe Woodford, 2004.

<sup>47</sup> Siehe Jackson Hole Symposium (1996)

schen Volkswirtschaft gegenüber massiven Wechselkursanpassungen dazu. Über die sehr lange Frist hinausgesehen bewährt sich die Annahme von einem inhärent stabilen privaten Sektor möglicherweise tatsächlich. In einem Umfeld von global integrierten und seit Karl Brunner's Zeit massiv gewachsenen Kapitalmärkten, ist allerdings davon auszugehen, dass die negativen Externalitäten einer puren marktbedingten Stabilisierung des privaten Sektors in manchen Fällen unvertretbar hoch wären. In diesem Sinne gibt es also durchaus eine Rolle für eine bis zu einem bestimmten Grad aktivistische Geldpolitik.

Letztlich führen uns diese Überlegungen zum heutigen geldpolitischen Konzept der Nationalbank. Die enorme Komplexität einer global integrierten Wirtschafts- und Kapitalmarktstruktur und die sich daraus ergebenden nationalen geldpolitischen Ungewissheiten können als Grundannahmen unseres geldpolitischen Konzeptes betrachtet werden. Kontinuität ist insofern gewährleistet als die Nationalbank ihre Geldpolitik weiterhin in erster Linie auf die Bewahrung von Preisstabilität ausrichtet. Auf der anderen Seite ist unser heutiges Konzept eine klare Absage an den Versuch, die Schweizerische Geldpolitik einer festen ex-ante definierten Mechanik zu unterstellen. Mit dieser Absage an jegliche Form von mechanistischer Geldpolitik bekennen wir uns zum pragmatischen Suchen unter Unsicherheit. Diese Pragmatik unterliegt konzeptioneller Disziplin im Rahmen unserer Inflationsprognose, die letztlich die Grundlage für die Beurteilung des geldpolitischen Handlungsbedarfes bildet. Die Inflationsprognose und die dazu auf vierteljährlicher Basis veröffentlichte Stellungnahme verpflichtet das Direktorium zudem dazu, seine Überlegungen und geldpolitischen Schlussfolgerungen gegenüber der Öffentlichkeit und den Finanzmärkten transparent darzustellen.

Damit kommt das Direktorium einerseits einer eindeutigen demokratischen Pflicht nach. Gleichzeitig verbessert Transparenz die Wirkung der Geldpolitik.<sup>48</sup> Wie ich bereits betont habe, reflektiert sich hiermit im heutigen Konzept ein wichtiges Vermächtnis der monetaristischen Phase der schweizerischen Geldpolitik. Lange bevor Transparenz ein integraler Teil einer erfolgreichen Geldpolitik wurde, war nämlich die Schweizerische Nationalbank bereits darum besorgt, in weitgehenden detaillierten Darstellungen ihre Politik im Rahmen der damaligen Geldmengenziele zu erläutern.

Viele Zentralbanken, die keine Geldmengenziele mehr verwenden, bezeichnen heute ihre geldpolitische Strategie als sogenanntes *Inflation Targeting*. Allerdings sind die unter diesem Begriff laufenden Konzepte mittlerweile recht heterogen. Obwohl bestimmte Gemeinsamkeiten mit einigen diesen Strategien existieren, hat die SNB darauf verzichtet, ihr



geldpolitisches Konzept als *Inflation Targeting* zu bezeichnen. Lassen Sie mich zum Abschluss meiner Ausführungen einige Gründe dafür anbringen.

Unser Konzept kennt eine Definition der Preisstabilität und kein eigentliches Inflationsziel. Damit wollten wir zum Ausdruck bringen, dass unser Stabilitätsziel für eine längere Zeit gültig sein muss und nur aufgrund von ökonomischen Überlegungen geändert werden sollte. Damit unterscheiden wir uns von den Konzepten, in denen Inflationsziele jährlich festgelegt und auch geändert werden können. In unserem Konzept ist die Festlegung der Definition der Preisstabilität eine Aufgabe der Nationalbank im Rahmen ihres gesetzlichen Mandates zur Erhaltung der Preisstabilität. Diesbezüglich unterscheiden wir uns von Strategien, bei welchen die Regierung das Inflationsziel festlegt. Bei uns ist somit ausgeschlossen, dass die Regierung aus politischen Gründen ein mit Preisstabilität nicht kompatibles Inflationsziel festlegen kann.

Die Inflationsprognose stellt in unserem Konzept den Hauptindikator für die geldpolitischen Entscheidungen dar. Die SNB entscheidet aber nicht mechanistisch und kann Entscheidungen treffen, bei denen auch temporäre Abweichungen vom Bereich der Preisstabilität zugelassen werden. Damit unterscheiden wir uns von den Strategien, in denen die Inflationsprognosen als striktes Zwischenziel verwendet werden und der Verlauf der Geldpolitik immer dergestalt angepasst werden muss, so dass die Inflationsprognose für einen bestimmten Prognosehorizont genau auf dem Inflationsziel ist. Unser Konzept erlaubt eine flexiblere Geldpolitik und wir versuchen nicht die Inflationsrate feinzusteuern. Mit unserem Konzept haben wir nach inflationären Schocks einen Ermessensspielraum, in welchem Zeitraum die Preisstabilität wieder hergestellt werden soll. Damit können wir Rücksicht auf die realwirtschaftlichen Folgen dieser Desinflationspolitik nehmen.

---

<sup>48</sup> Siehe, Blinder et al., 2001.

## Literatur:

Baltensperger, Ernst, 1985, *Disinflation – The Swiss Experience 1973-1983*, Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, Heft 2-3, pp. 271-293.

Baltensperger Ernst und Böhm Peter, 1984. *Geldmengenpolitik und Inflationskontrolle*, Verlag Rüegger

Baltensperger, Ernst, Thomas J. Jordan und Marcel R. Savioz, 2001, *The Demand for M3 and Inflation Forecasts: An Empirical Analysis for Switzerland*, Weltwirtschaftliches Archiv, Band 137, Heft 2, pp. 244-272.

Bernanke, Ben S., 2003, *The Influence of Milton Friedman's Monetary Framework on Contemporary Monetary Theory and Practice. Remarks at the Federal Reserve Bank of Dallas Conference on the Legacy of Milton and Rose Friedman's Free to Choose*, Dallas, 24. October.

Blinder Alan, Goodhart Charles, Hildebrand Philipp, Lipton David and Wyplosz Charles, *How do Central Banks Talk*, ICMB, 2001.

Brunner, Karl und Allan Meltzer, 1964, *The Federal Reserve's Attachment to the Free Reserve Concept*. U.S. Congress House Committee on Banking and Currency, Subcommittee on Domestic Finance, April.

Cagan, Phillip, 1987, *Monetarism*, in: The New Palgrave, A Dictionary of Economics (John Eatwell, Murray Milgate, Peter Newman, eds.), vol. 3, pp. 492-497.

Deutsche Bundesbank, 1995, *Die Geldpolitik der Deutschen Bundesbank*, Oktober.

Dornbusch, Rudiger, 1976, *Expectations and Exchange Rate Dynamics*, Journal of Political Economy, vol. 84, #6, December, pp. 1161-1176.

Friedman, Benjamin M., 1988, *Lessons on Monetary Policy from the 1980s*, Journal of Economic Perspectives, vol. 2, #3, summer, pp. 51-72.

Friedman, Benjamin M., 1996, *The Rise and Fall of Money Targets as Guidelines for U. S. Monetary Policy*, NBER working paper #5465, Cambridge, Mass., Februar.

Friedman, Milton, 1956, *The Quantity Theory of Money – A Restatement*, in: Milton Friedman, ed., *Studies in The Quantity Theory of Money*. Chicago.

Friedman, Milton, 1960, *A Program for Monetary Stability*, New York.

Friedman, Milton and Meiselman, David, 1963, "*The Relative Stability of Monetary Velocity and the Investment Multiplier in the United States, 1897-1958*," in E. Cary Brown, et al., ed., *Stabilization Policies*, New York: Prentice-Hall, p. 167.

Friedman, Milton, und Anna J. Schwartz, 1963, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton.

Friedman, Milton, 1970, Harold Wincott Lecture, *The Counter-Revolution in Monetary Theory*, abgedruckt in Geoffrey Wood (ed.), *Explorations in Economic Liberalism*, 1996, S. 3-21.

Genberg, Hans und Ulrich Kohli, 1997, *Recent Developments in Swiss Monetary Policy*, in: Philippe Bacchetta und Walter Wasserfallen (eds.), *Economic Policy in Switzerland*, London, New York, pp. 8-29.

Goodfriend, Marvin, 1997, *Monetary Policy Comes of Age: A 20th Century Odyssey*, Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly, vol. 83, # 1, winter, pp. 1-22.

Görgens, E., K. Ruckriegel, und F. Seitz. 2001. *Europäische Geldpolitik.*, S. 132.

Hafer, R. W., 2001, *What Remains of Monetarism?*, Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review, 4<sup>th</sup> Quarter, pp. 13-33.

Hildebrand Philipp M., 1996, *Ein Diskussionsbeitrag zur Schweizer Währungspolitik*, Finanz & Wirtschaft vom 27. April.

Issing, Otmar, 1995, *Monetary Policy in an integrated World Economy*, unpublished, University of Kiel.

Jackson Hole Symposium, 1996, *Achieving Price Stability*, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Kohli, Ulrich, 2002, *Veränderungen der Terms of Trade und reales BIP*, SNB, Quartalsheft, # 2, pp. 54-63.

Lambelet Jean-Christian, 1996, *Steht die Schweiz am Rand eines deflationären Schubs*, NZZ vom 30. November.

Laubach, Thomas, and Adam S. Posen, 1997, *Disciplined Discretion: The German and Swiss Monetary Frameworks in Operation*, Federal Reserve Bank of New York Research Paper # 9707, March.

Mishkin, Frederic S., and Adam S. Posen, 1997, *Inflation Targeting: Lessons From Four Countries*, Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, August, Vol. 3, # 3, pp. 9-110.

Meltzer, Allan H., 1969, *Controlling Money*, The Federal Reserve Bank of St. Louis Review, #5, May, pp. 16-24.

Meltzer, Allan H., 1995, *Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes; A Monetarist Perspective*, Journal of Economic Perspectives, vol. 9, #4, Fall, pp. 49-72.

Meltzer, Allan H., o.J., *Monetarism*, in: The Concise Encyclopedia of Economics, [www.econlib.org/library/Enc](http://www.econlib.org/library/Enc).

Neumann, Manfred J. M., 1990, *Implementing Monetary Policy in Germany*, in: Hooper Peter, Karen H. Johnson, Donald L. Kohn, David E. Lindsey, Richard D. Porter, Ralph Tryon (eds.) *Financial Sectors in Open Economies: Empirical Analysis and Policy Issues*, pp. 499-528.

Rich, Georg, 2001, *Der Monetarismus – Erfolgsrezept oder Fehlschlag?*, Neue Zürcher Zeitung, Themen und Thesen der Wirtschaft, Samstag, 29.12., Nr. 302, p. 23.

Rich, Georg, 2003, *Swiss Monetary Targeting 1974-1996: The Role of Internal Policy Analysis*, Working Paper # 236, European Central Bank.

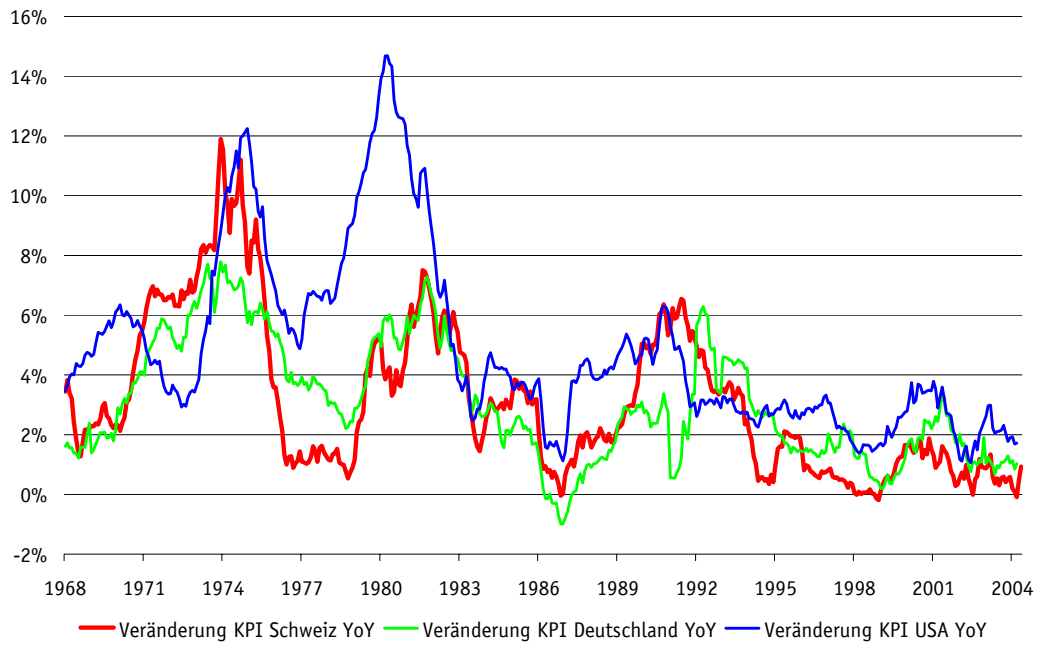
Salomon, Robert, 1977, *The International Monetary System, 1945-1976*, Harper & Row.

SNB, 1982, *75 Jahre Schweizerische Nationalbank – Die Zeit von 1957 bis 1982*, Zürich.

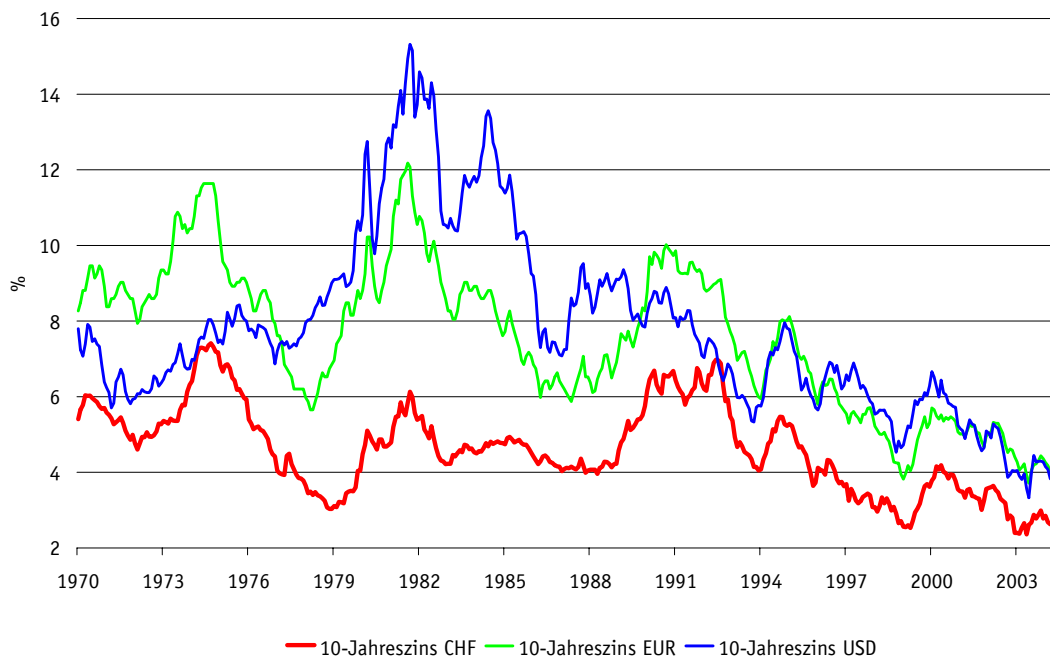
Woodford Michael, 2004, *Inflation Targeting and Optimal Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review Vol. 86, July-August, pp. 15-42.

Würgler, Hans, 1981, *Impressionen zur Problematik der Wechselkurspolitik bei flexiblen Wechselkursen – insbesondere gewonnen am Fall der Schweiz*. In: Artur Woll (Ed.), *Internationale Anpassungsprozesse*, Duncker & Humblot, Berlin, pp. 221-268 (mit einem empirischen Kapitel von Erich Spörndli – pp. 237-249).

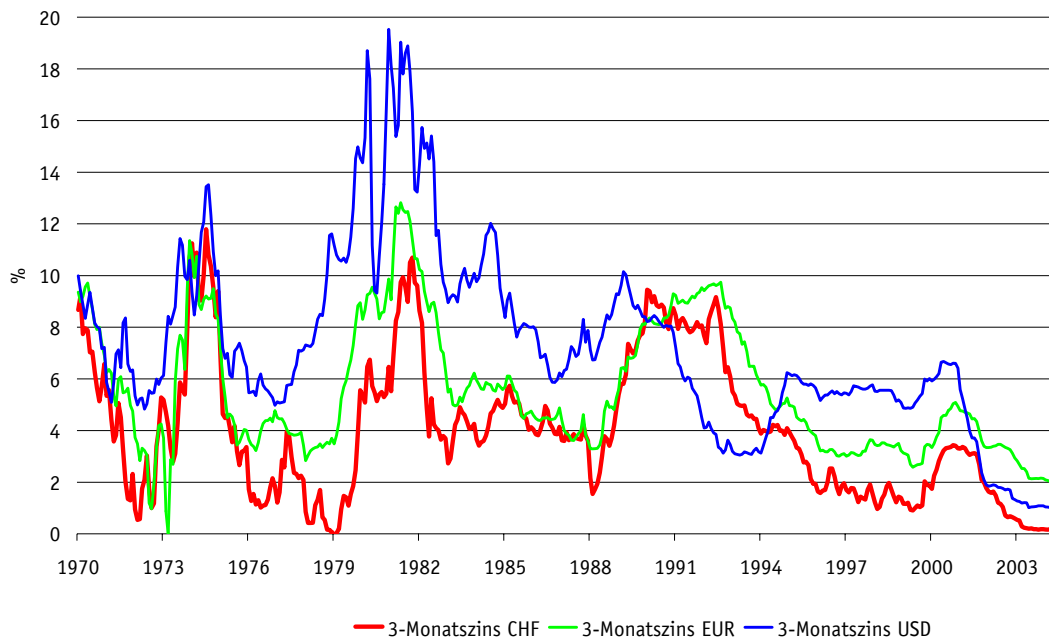
**Grafik 1: Inflationsraten (Jahresteuering, KPI) CH, DE, USA**



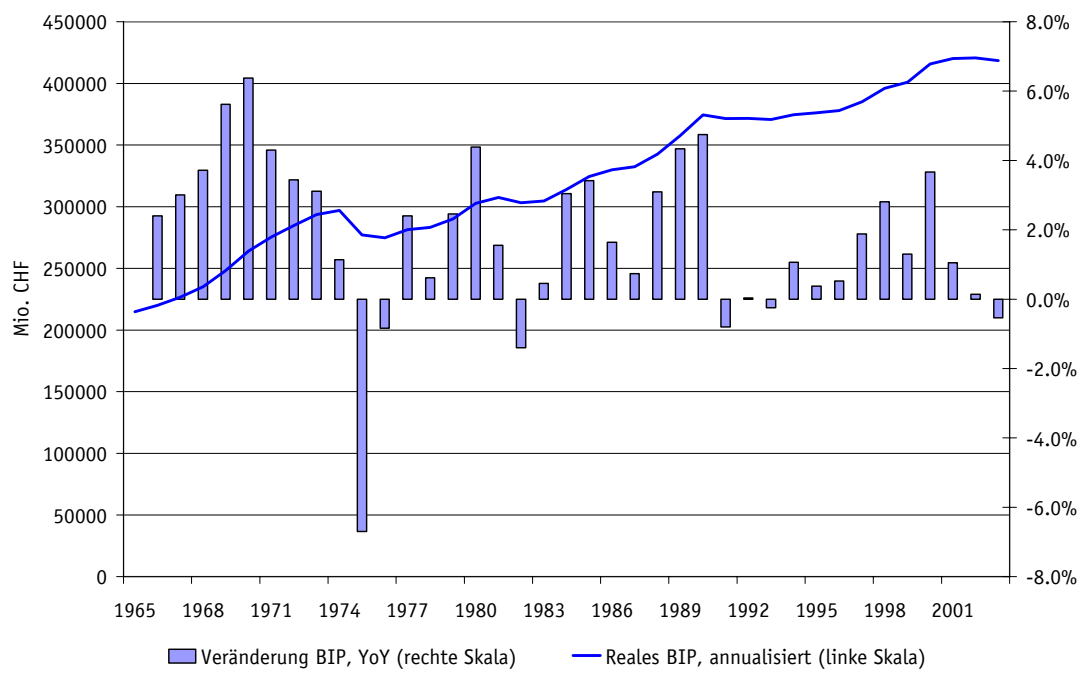
**Grafik 2: Langfristige Zinssätze (Staatsobligationen)**



Grafik 3: Kurzfristige Zinssätze (3 Monat)



Grafik 4: Reales BIP



**Tabelle 1 : Jährliche Geldmengenziele der SNB 1975-1990**

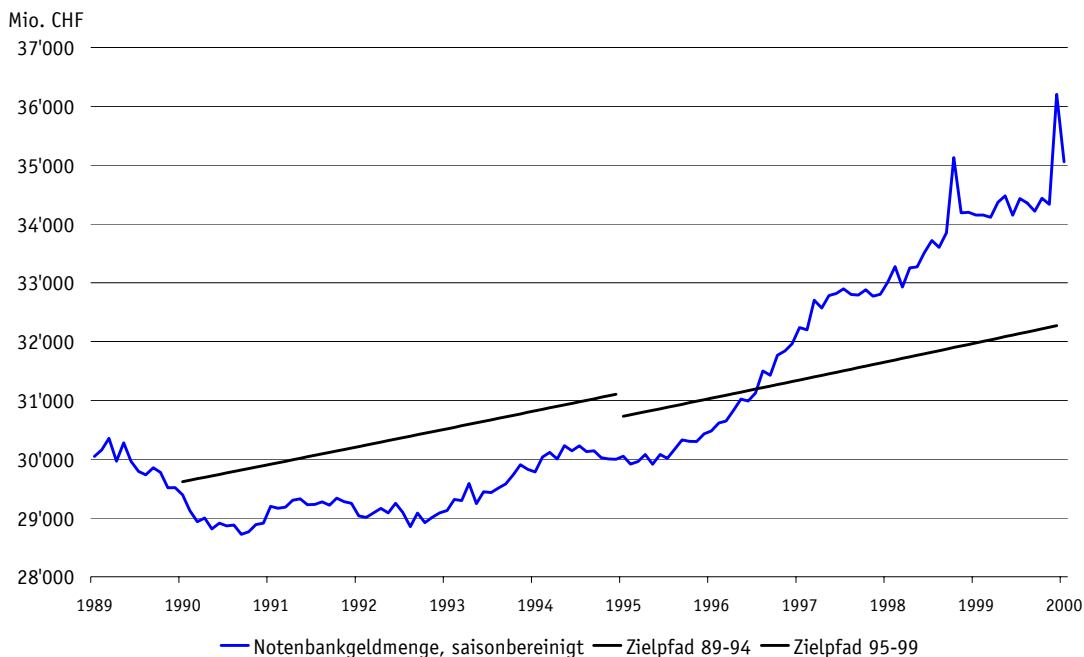
Jahr	Zielgrösse	Ziel (%)#	Ergebnis (%)#	Kommentar
1975	M1*	6	4.4	Zusätzliches Ziel für die monetäre Basis
1976	M1*	6	7.7	Zusätzliches Ziel für die monetäre Basis
1977	M1*	5	5.5	
1978	M1*	5	16.2	
1979	-	-	-	Temporäres Wechselkursziel
1980	MBA	4	-0.6	Durchschnitt der annualisierten monatlichen Veränderungen gegenüber November 1979
			-2	November 1980 gegenüber November 1979
1981	MBA	4	-0.5	
1982	MBA	3	2.6	
1983	MBA	3	3.6	
1984	MBA	3	2.5	
1985	MBA	3	2.2	
1986	MBA	2	2	
1987	MBA	2	2.9	
1988	MBA	3	-3.9	
1989	MBS	2	-1.9	Durchschnitt der annualisierten monatlichen Veränderungen gegenüber dem vierten Quartal 1988
1990	MBS	2	-2.6	Jährliche Veränderung gegenüber dem vierten Quartal

\*M1 gemäss der Definition von 1975. 1985 wurde M1 um eine Reihe neuer Transaktionskonten erweitert.

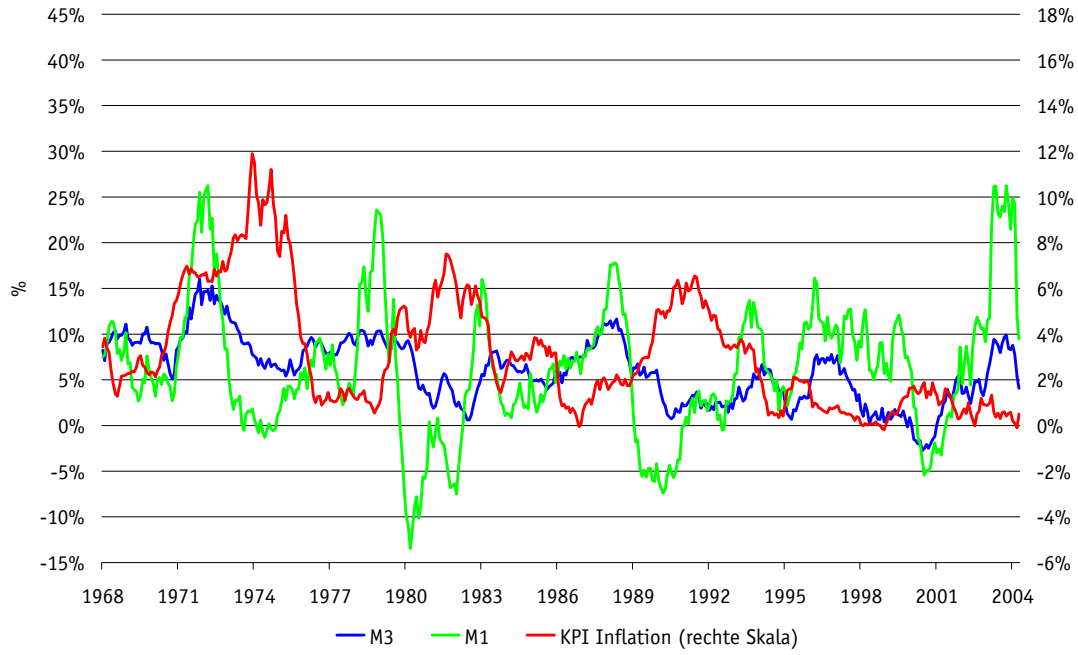
# Solange in der Zeile "Kommentar" nicht anderes erwähnt, handelt es sich um jährliche Durchschnitte monatlicher Veränderungen gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: Rich (2003)

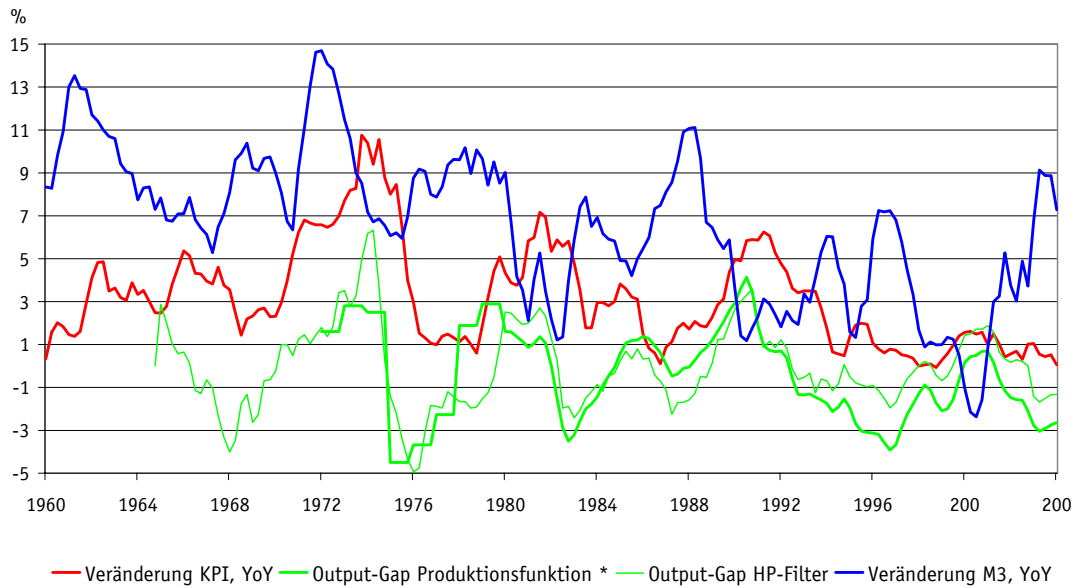
**Grafik 5: Mittelfristige Zielpfade für die Notenbankgeldmenge (1990-1999)**



**Grafik 6: Geldmengen-Wachstum und Inflation**



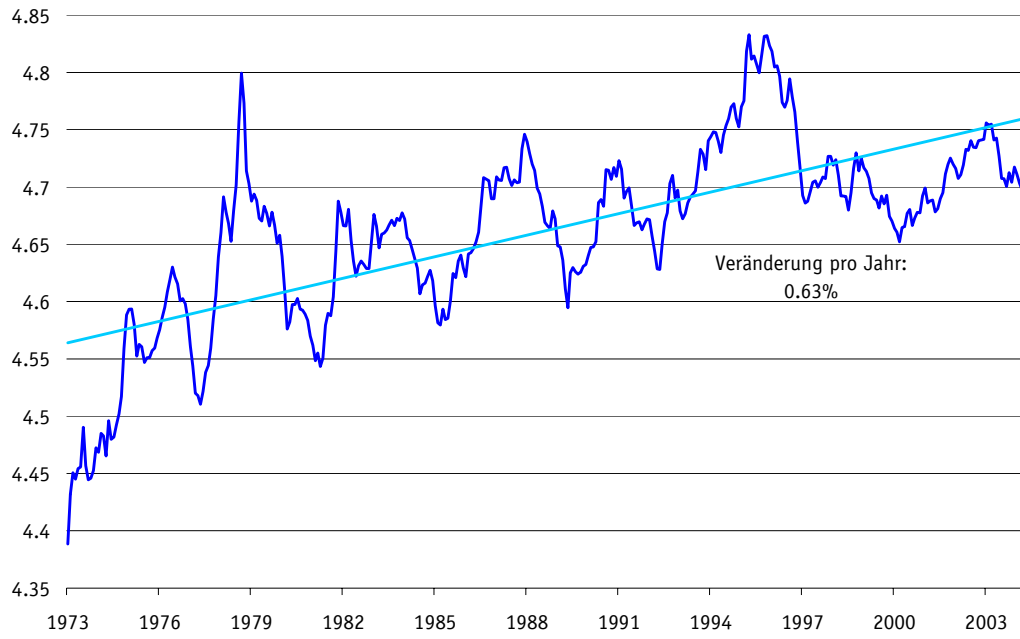
**Grafik 7: Veränderung M3, KPI und Outputgap**



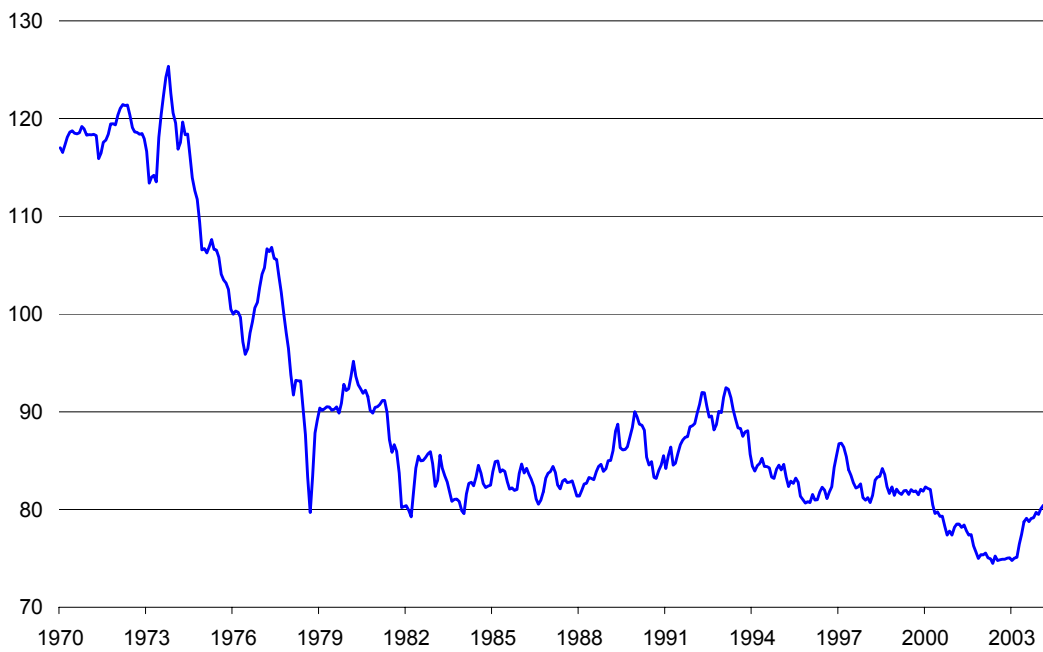
\* OECD-Schätzungen bis 1979



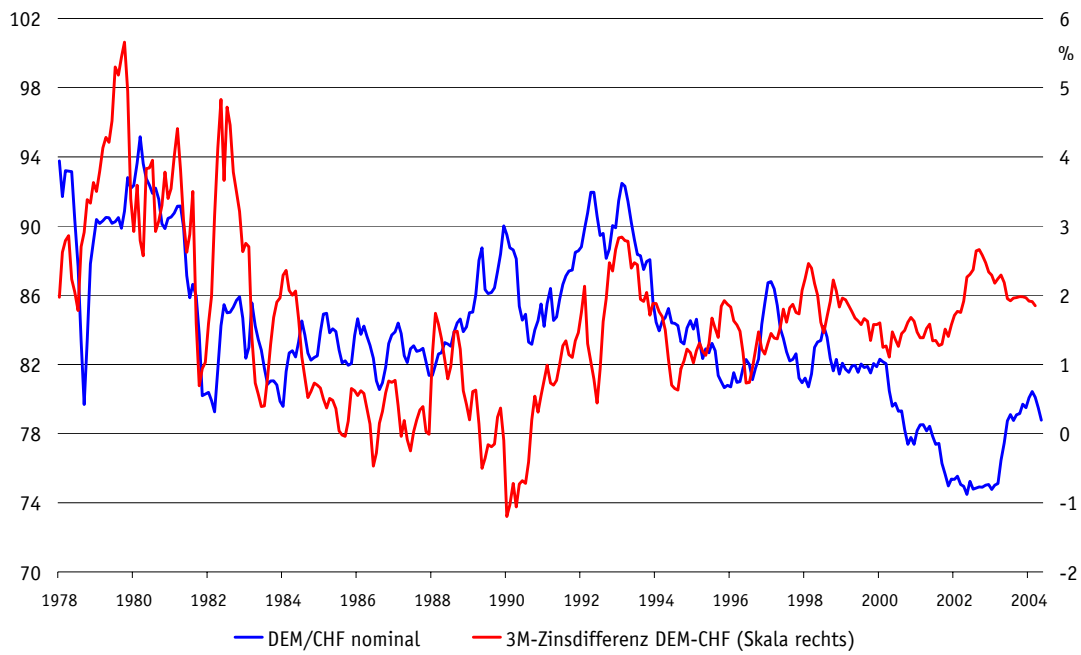
Grafik 8: Realer CHF-Wechselkurs (logarithmiert)



Grafik 9: DEM/CHF nominal



Grafik 10: Wechselkurs und Zinsdifferenz



Grafik 11: 3M-Satz und Taylorzins

