

Zur Geldpolitik im neuen Jahr

Dr. Hans Meyer, Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank, Universität St. Gallen, St. Gallen, 14. Januar 1998

Einleitung

Fast auf den Tag genau vor einem Vierteljahrhundert, am 23. Januar 1973, stellte die Schweizerische Nationalbank im Einvernehmen mit dem Bundesrat ihre massiven Devisenkäufe zur Stützung des Dollars ein. Die erneuten Spekulationswellen, die Anfang 1973 gegen den Dollar und europäische Währungen einsetzten, liessen keinen Zweifel, dass sich das Fixkurssystem von Bretton Woods überlebt hatte. Mit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen erhielten wir erstmals in der Nachkriegszeit die Möglichkeit, eine eigenständige Geldpolitik zu führen. Deren Ziel war unbestritten. Es galt, die hohe Teuerung und die tiefverwurzelten Inflationserwartungen einzudämmen und damit wieder stabile monetäre Rahmenbedingungen zu schaffen. Als Leitplanke für die Geldpolitik diente uns dabei die Entwicklung der Geldmenge, für welche wir ab 1975 fast ununterbrochen Ziele setzten - zuerst für die Geldmenge M1 und ab 1980 für die Notenbankgeldmenge.

In den folgenden Jahren erfüllten sich nicht alle Hoffnungen, die in die flexiblen Wechselkurse gesetzt worden waren. Die realen Wechselkurse der verschiedenen Währungen waren zeitweise starken Schwankungen unterworfen. Die Schweiz bekam diese Fluktuationen besonders stark zu spüren. Finanzinnovationen untergruben sodann in einigen Ländern die Aussagekraft der Geldaggregate. Andere Strategien und Lösungsansätze hielten Einzug, welche die bisherige Geldmengensteuerung in vielen Ländern ablösten.

Eine Konstante aber blieb, nämlich die Einsicht, dass ein hoher Grad an Preisstabilität eine wesentliche Voraussetzung für ein ausgeglichenes Wirtschaftswachstum ist. Aus diesem Grunde wurde in der Folge das Ziel der Preisstabilität in vielen Zentralbankgesetzen, nicht zuletzt auch im Statut der künftigen Europäischen Zentralbank, verankert.

Wie auch immer die Geldpolitik konkret ausgestaltet wird, die Notenbank braucht Indikatoren, d.h. Orientierungsgrössen, die ihr langfristig und vorausschauend zeigen, wohin die Reise geht, wie sich das Preisniveau entwickeln wird. Sie muss diese Indikatoren bekanntgeben und ihre Bedeutung verständlich machen.

Die Kommunikation erfolgt über verschiedene Kanäle. In der Schweiz kommt dabei unseren Pressegesprächen, die zweimal jährlich stattfinden, eine bedeutende Rolle zu. Das Pressegespräch am Jahresende gibt uns jeweils Gelegenheit, auf das vergangene Jahr zurückzublicken und das Erreichte mit unseren Erwartungen zu vergleichen. Vor allem aber dient es dazu, unsere geldpolitischen Absichten für das kommende Jahr zu erläutern. Ich möchte heute die Gelegenheit benützen, um die Geldpolitik, die wir für dieses Jahr vorsehen, darzustellen und Ihnen gleichzeitig einen Einblick in den geldpolitischen Entscheidungsprozess zu geben.

Bei unserem Pressegespräch vom Dezember ging es uns darum, drei Hauptbotschaften zu vermitteln:

Wir kündigten erstens an, dass wir im Jahre 1998 keine Straffung der Geldpolitik beabsichtigen.

Wir wiesen zweitens darauf hin, dass wir inskünftig dem breiteren Geldaggregat M3 ein stärkeres Gewicht beimessen möchten.

Wir gaben drittens bekannt, dass wir weiterhin auch andere Indikatoren zur Beurteilung der Geldpolitik heranziehen wollen.

Lassen sie mich auf diese drei Punkte näher eingehen.

1. Zur Geldpolitik im Jahre 1998

Welche Überlegungen stehen hinter dem Entscheid, die Geldpolitik im Jahre 1998 nicht zu straffen? Den Ausgangspunkt bilden die Einschätzung der Konjunkturlage und der Preisentwicklung sowie eine Beurteilung unserer bisherigen Geldpolitik.

Im Laufe des vergangenen Jahres kam die wirtschaftliche Erholung endlich in Gang. Die bedeutendsten Impulse gingen von den Exporten aus, die zunehmend an Dynamik gewannen. Die Binnennachfrage belebte sich zaghaft; vor allem in einem wichtigen Sektor - der Bauwirtschaft - hielten die rezessiven Tendenzen an.

Im Laufe des Jahres begann auch die Zahl der Arbeitslosen leicht zu sinken. Dieser Rückgang war zwar zum grossen Teil auf die Beschäftigungsprogramme zurückzuführen, welche die Kantone aufgrund des revidierten Arbeitslosengesetzes anbieten. Andere Indikatoren deuteten aber darauf hin, dass die Talsohle durchschritten sei. Es war allerdings klar, dass der Abbau der Arbeitslosigkeit nur langsam erfolgen würde.

Mit einer durchschnittlichen Teuerung von 0,5% auf der Konsumentenstufe und unveränderten Produzenten- und Importpreisen herrschte in der Schweiz im vergangenen Jahr Preisstabilität. Eine Teuerungsgefahr war nicht auszumachen. Im Gegenteil: Liberalisierungsmassnahmen und verschärfter Wettbewerb setzen die Preise in einigen Bereichen wie beispielsweise dem Kommunikationssektor unter Druck.

Die Aussichten für 1998 sahen günstig aus. Zwar erwartete niemand einen fulminanten Wachstumsschub. Die weiterhin gute internationale Konjunkturlage deutete aber auf eine robuste Nachfrage nach schweizerischen Exportgütern hin. Die Binnennachfrage sollte Tritt fassen und insbesondere die Bauwirtschaft allmählich Boden finden. Unter diesen Umständen rechneten die Konjunkturforschungsstellen mit einem Anstieg des realen Bruttoinlandproduktes von knapp 2%. Dies entspricht ungefähr dem längerfristigen Trendwachstum. Nach der langanhaltenden Stagnation befindet sich die schweizerische Wirtschaft aber unter dem langfristigen Wachstumspfad. Mit einem Wachstum von 2% würde sich deshalb die Produktionslücke nur teilweise schliessen. Immerhin liessen die Prognosen aber erwarten, dass wir wieder den Anschluss an den internationalen Wachstumszug finden würden.

Als Notenbank müssen wir uns jeweils in einem nächsten Schritt fragen, wie sich unsere Geldpolitik der vergangenen Monate und Jahre auf die künftige Konjunktur- und Preisentwicklung auswirken wird. Aufgrund der Verzögerung, mit der die Geldpolitik auf die Preise wirkt, gilt es abzuschätzen, ob allfällige Korrekturmassnahmen nötig sein könnten.

Die Beurteilung der Geldpolitik - des geldpolitischen Restriktionsgrades - war Ende 1997 schwieriger als in früheren Jahren. Die Notenbankgeldmenge, unser Hauptindikator, wuchs zu Beginn von 1997 sehr rasch.

Vor allem die Nachfrage nach Tausendernoten nahm plötzlich stark zu, ein Phänomen, das sich weder mit der Einkommens- noch mit der Zinsentwicklung erklären liess. Wir mussten davon ausgehen, dass es sich um eine Verschiebung der Nachfrage handle. Wir alimentierten aus diesem Grunde die zusätzliche Nachfrage nach Banknoten durch eine entsprechende Ausweitung des Geldangebotes, da sie sonst einen unerwünschten Anstieg der Zinssätze ausgelöst hätte.

Es war jedenfalls klar, dass die Notenbankgeldmenge den geldpolitischen Expansionsgrad im Jahre 1997 stark überzeichnete und dadurch ihre Aussagekraft als geldpolitischer Indikator zumindest vorübergehend eingebüsst hatte. In dieser Situation richteten wir unser Augenmerk vermehrt auf die breiteren Geldaggregate. Im Vordergrund stand die Geldmenge M3, die einen zuverlässigen Zusammenhang zur Entwicklung des Preisniveaus aufweist.

Seit Ende 1995 beschleunigte sich das Wachstum von M3. Dies widerspiegelte unsere lockere Geldpolitik. In der ersten Hälfte von 1997 wuchs M3 weiterhin stark. Wir waren daher der Meinung, eine Straffung der Geldpolitik dränge sich früher oder später auf. Als sich die Zeichen einer konjunkturellen Erholung verdichtet hatten, liessen wir im letzten Oktober einen beschränkten Anstieg der Geldmarktsätze zu. Es handelte sich dabei nicht um einen isolierten Zinsanstieg, sondern um eine Bewegung im Einklang mit der Zinsentwicklung in anderen europäischen Ländern, insbesondere in Deutschland. Wir erachteten die leichte Straffung der Geldpolitik als notwendig, um das Geldmengenwachstum zu mässigen und damit die Preisstabilität auch längerfristig zu bewahren.

Diese Einschätzung der Lage änderte sich jedoch im Laufe des vierten Quartals. Die Krise in Südostasien führte an den Finanzmärkten weltweit zu Kurs-ausschlägen und zeigte damit eindrücklich die zunehmende Verflechtung der Weltwirtschaft. Der Franken geriet unter Aufwertungsdruck und verschärfte so den Restriktionsgrad der Geldpolitik. Ende November brachten wir klar zum Ausdruck, dass wir einen Aufwertungsschub nicht zulassen würden. Wir führten dem Geldmarkt zusätzliche Liquidität zu, um der Höherbewertung des Frankens entgegenzuwirken. Ende Oktober lag das Wachstum von M3 mit 4% wie schon im September wieder in einem Bereich, der mit Preisstabilität in Einklang stehen dürfte. Dies führte uns zum Schlusse, dass der Anfang 1997 noch bestehende Geldüberhang inzwischen weitgehend abgebaut war. Eine eingehende Analyse der Notenbankgeldmenge bestätigte diese Einschätzung: Berücksichtigte man die erwähnten Nachfrageverschiebungen, so verlief die Notenbankgeldmenge nahe beim mittelfristigen Zielpfad von 1%.

Die Normalisierung des Geldmengenwachstums liess zunächst Spielraum, um auf den Wechselkurs Rücksicht zu nehmen, ohne die Preisstabilität mittelfristig zu gefährden. Vor allem aber bedeutete sie, dass keine Notwendigkeit bestand, die geldpolitischen Zügel im Jahre 1998 zu straffen. Entwickelte sich nämlich das reale Wirtschaftswachstum wie erwartet, so würde das Geldmengenwachstum weiterhin in einem Bereich bleiben, der mit einem ausgeglichenen Wirtschaftswachstum und Preisstabilität vereinbar wäre.

Wie Sie sehen, beruht die Festlegung der Geldpolitik in hohem Masse auf Prognosen. Dies hat wiederum zur Folge, dass vom Kurs abgewichen werden muss, falls sich die Dinge deutlich anders entwickeln als erwartet. In jüngster Zeit veranlasste die Krise in Südostasien den Internationalen Währungsfonds und die OECD, ihre Wachstumsprognosen für die Industrieländer leicht nach unten zu revidieren. Die Folgen solcher Krisen sind äusserst schwierig abzuschätzen. Sicher müssen wir auf der Hut sein. Sollte das Realwachstum

in diesem Jahr wesentlich schwächer ausfallen, dürfte auch das Geldmengenwachstum der Tendenz nach deutlich sinken. Um ein solches unerwünschtes Absinken zu verhindern, wäre ein weiterer Zinsrückgang erforderlich. Würde dagegen der Konjunkturaufschwung über Erwarten stark ausfallen, müssten wir grundsätzlich einen Anstieg der Zinssätze zulassen. Dies allerdings nicht, bevor auch andere Indikatoren - insbesondere die Entwicklung der Wechselkurse, der Auslandkonjunktur, der langfristigen Zinssätze und der Inflationserwartungen - einer erneuten Beurteilung unterzogen würden. Ich werde auf diesen Punkt nochmals zurückkommen.

2. Die Geldmenge M3 als geldpolitischer Indikator

Damit komme ich zum zweiten Punkt unseres Pressegesprächs - die vermehrte Berücksichtigung des breiteren Geldaggregates M3.

Geldpolitische Impulse wirken bekanntlich zuerst auf die gesamtwirtschaftliche Produktion und mit einer erheblichen Verzögerung schliesslich auf das Preisniveau. Eine Notenbank braucht deshalb vorlaufende Indikatoren, die über die künftige Entwicklung der Produktion und der Preise, kurz des nominellen Bruttoinlandproduktes, Auskunft geben. Nur wenn sie über solche Indikatoren verfügt, ist sie in der Lage, die Geldpolitik sach- und zeitgerecht zu führen.

Zu den wichtigsten vorlaufenden Indikatoren gehören die Geldaggregate. Ihnen kommt deshalb in allen geldpolitischen Strategien eine bedeutende Rolle zu. Dies muss nicht immer bedeuten, dass die Notenbank für die Geldaggregate auch Ziele veröffentlicht. In den letzten Jahren kamen einige Zentralbanken davon ab, Geldmengenziele bekanntzugeben. Der Grund lag in der Instabilität der Geldnachfrage - meist verursacht durch Finanzinnovationen. Diese Notenbanken - ein prominentes Beispiel ist die Bank of England - ziehen statt dessen eine Vielzahl von Indikatoren heran, um die künftige Entwicklung von Produktion und Preisen zu prognostizieren. Weichen die Prognosen von der angestrebten Entwicklung ab, ergreift die Notenbank entsprechende Massnahmen. Die Geldaggregate stehen zwar bei der Kommunikation der Geldpolitik nicht mehr im Vordergrund. Sie nehmen aber unter den verschiedenen geldpolitischen Indikatoren weiterhin einen wichtigen Platz ein.

In der Schweiz diente wie gesagt seit 1980 die Notenbankgeldmenge als Hauptindikator. Es handelt sich dabei um ein sehr enges Aggregat, das der Summe aus dem Notenumlauf und den Giro Guthaben der Banken bei der Nationalbank entspricht. Bis 1989 legten wir für dieses Aggregat Jahreswachstumsziele fest. 1990 gingen wir zu einem mittelfristigen Wachstumspfad über. Die Notenbankgeldmenge hat gegenüber anderen Geldaggregaten Vorzüge. Sie ist grundsätzlich ein zuverlässiger geldpolitischer Indikator. Von Vorteil sind auch ihre gute Steuerbarkeit, die tägliche Verfügbarkeit der Daten und nicht zuletzt die Tatsache, dass sie im Vergleich zu den breiteren Geldaggregaten kurzfristig weit geringeren Schwankungen unterworfen ist. Sie lässt sich dadurch vergleichsweise leicht interpretieren.

Wie erwähnt, traten aber bei der Notenbankgeldmenge in den Jahren 1996 und 1997 Probleme auf, die sich Anfang 1997 durch die massive Zunahme der Nachfrage nach Tausendernoten zuspitzten. Zwar gelang es uns, diese Verzerrungen einigermaßen herauszufiltern und dadurch weiterhin nützliche Informationen aus der Notenbankgeldmenge zu ziehen. Die Verzerrungen erschwerten aber die Kommunikation der Geldpolitik erheblich. Wir beschlossen deshalb, neben der Notenbankgeldmenge zumindest vorübergehend noch vermehrt andere Indikatoren heranzuziehen.

Wir befinden uns in der Schweiz nach wie vor in der komfortablen Lage, dass die breiteren Geldaggregate längerfristig immer noch eine ziemlich stabile Beziehung zum Preisniveau aufweisen. Ökonometrische Modelle der schweizerischen Preisentwicklung erklären denn auch den langfristigen Inflationstrend vor allem mit dem Wachstum der Geldaggregate. Dennoch eignen sich nicht alle Geldaggregate gleich gut als geldpolitische Indikatoren. Der Hauptgrund liegt - wie ich bereits angetönt habe - in ihrer unterschiedlichen Zinsvolatilität.

Was bedeutet dies? Die Zinssätze weisen ein ausgeprägtes zyklisches Muster auf. In Zeiten der Hochkonjunktur wird das Geldkleid, das die Zentralbank im Hinblick auf die mittelfristige Preisstabilität geschneidert hat, zunehmend enger. Die Liquidität wird knapper, und die Zinsen steigen. Flacht umgekehrt die Konjunktur ab, sinkt auch die Geldnachfrage mit der rückläufigen wirtschaftlichen Aktivität. Dies äussert sich in sinkenden Zinssätzen. Solche prozyklischen Zinsbewegungen sind durchaus erwünscht. Indem die Geldpolitik solche Zinsbewegungen auslöst, wirkt sie auch als Konjunkturstabilisator.

Die Geldnachfrage wird aber bekanntlich nicht nur durch das Einkommen, sondern auch durch die Zinsentwicklung beeinflusst - und zwar im gegenläufigen Sinn. Steigen die Zinsen zum Beispiel im Konjunkturverlauf, so sinkt die Geldnachfrage, da das Halten von unverzinsten oder tiefverzinsten Zahlungsmitteln Kosten in Form entgangener Zinsen verursacht. Die Wirtschaftssubjekte versuchen, diese Opportunitätskosten möglichst gering zu halten, indem sie die Geldhaltung zulasten höher verzinslicher Anlagen vermindern. Umgekehrt nimmt die Geldnachfrage wieder zu, sobald die Zinssätze sinken und die Opportunitätskosten nicht mehr so stark ins Gewicht fallen.

Bei den Geldaggregaten M1 und M2, welche mit den Sicht- und Spareinlagen unverzinsliche oder eher tief verzinsten Geldformen umfassen, sind die Opportunitätskosten besonders stark spürbar. Zinserhöhungen lösen deshalb regelmässig Umschichtungen in höher verzinsliche Anlagen wie Termineinlagen aus, die in den beiden Aggregaten nicht enthalten sind. Dies führt zu einer hohen Volatilität von M1 und M2. Es ist daher oft schwierig, aus deren Entwicklung einen Trend herauszulesen und Anhaltspunkte für den Restriktionsgrad der Geldpolitik zu gewinnen. Deshalb hat sich unsere Aufmerksamkeit in der letzten Zeit vermehrt auf die Geldmenge M3 gerichtet, welche die Termineinlagen mitumfasst und damit gegenüber zinsbedingten Umschichtungen weniger empfindlich ist.

Wie ich bereits dargelegt habe, besteht zwischen dem Wachstum von M3 und der Inflationsentwicklung rund drei Jahre später ein stabiler Zusammenhang. Damit erfüllt M3 die Hauptanforderung an einen geldpolitischen Indikator. Untersuchungen zeigen, dass ein durchschnittliches Wachstum von M3 in der Grössenordnung von 4% längerfristig mit Preisstabilität in Einklang steht. Dieses Wachstum ist im Vergleich zu jenem der Notenbankgeldmenge von 1% hoch. Wie kommt dieser Wert zustande? Wir gehen davon aus, dass das Potentialwachstum in der Schweiz etwa 2% pro Jahr beträgt und Preisstabilität mit einem Anstieg des Konsumentenpreisindex in der Grössenordnung von 1% pro Jahr erreicht ist. Dies ergibt ein längerfristiges Wachstum des nominellen Bruttoinlandproduktes von 3% pro Jahr. Es gilt nun aber zu berücksichtigen, dass die Umlaufgeschwindigkeit von M3 im Zeitverlauf leicht sinkt. Der Grund liegt darin, dass eine wichtige Komponente von M3 - die Termineinlagen - über die Zeit hinweg wesentlich stärker steigt als das nominale Bruttoinlandprodukt. Dies deshalb, weil die Termineinlagen nicht als Transaktionsmittel, sondern als Vermögensanlage dienen.

Auch M3 weist eine gewisse Zinsempfindlichkeit auf. Auch bei diesem Aggregat kann deshalb die Inflationsentwicklung nicht mechanisch extrapoliert werden. In den Jahren 1982 und 1993/94 beschleunigte sich beispielsweise das Wachstum von M3 vorübergehend deutlich, ohne dass dies drei Jahre später einen Inflationsanstieg ausgelöst hätte. Mit einem höheren Wachstum von M3 wird somit nicht unbedingt ein Inflationspotential aufgebaut. Der Grund liegt in der erwähnten zyklischen Bewegung der Zinssätze. In den Jahren 1982 und 1993/94 gingen die inländischen Zinssätze im Gefolge des Konjunkturreinbruchs zurück. Deshalb stieg die Geldnachfrage markant, und das Wachstum von M3 beschleunigte sich. Eine Inflationsgefahr war damit nicht verbunden. Die Wachstumsbeschleunigung von M3 war lediglich eine Begleiterscheinung des Zinsrückgangs.

Diese durch die Zinsbewegungen ausgelösten Schwankungen können unter Umständen die Kommunikation der Geldpolitik erschweren. Dazu kommt ein weiteres Problem. Die Geldmenge M3 reagiert vor allem auf die langfristigen Zinssätze. Diese hängen aber nicht nur von der Entwicklung der inländischen Geldmarktsätze, sondern auch von anderen Einflussfaktoren wie den Zinsbewegungen im Ausland und den Inflationserwartungen ab. Steigen die langfristigen Zinssätze im Ausland, so kann dies eine Wachstumsabschwächung von M3 zur Folge haben. Damit wird der Restriktionsgrad der Geldpolitik unter Umständen unnötig verschärft. Widerspiegelt der Anstieg der langfristigen Zinssätze dagegen zunehmende Inflationserwartungen, dann kann die damit verbundene Verschärfung der Geldpolitik sogar erwünscht sein.

Damit komme ich zum letzten Punkt unseres Pressegesprächs, nämlich die Bedeutung weiterer geldpolitischer Indikatoren.

3. Die Rolle weiterer Indikatoren

Die Geldmenge M3 - wie auch die anderen aussagekräftigen Geldaggregate - sind Indikatoren, die Aufschlüsse über die Inflationsentwicklung in der längeren Frist geben. Für Prognosen der Preisentwicklung über die kurze Frist bis zu drei Jahren sind sie dagegen nicht geeignet. Eine Notenbank muss sich aber auch über diesen Zeitraum, d.h. die Zwischenstadien des geldpolitischen Transmissionsmechanismus, ein Bild machen können. Aus diesem Grund muss sie weitere Indikatoren zur Beurteilung der Geldpolitik heranziehen.

Die wirtschaftliche Dynamik übt einen entscheidenden Einfluss auf die Inflation aus. Ein recht zuverlässiger Indikator für die kurzfristige Preisentwicklung ist in vielen Ländern die Produktionslücke. Diese misst die positive oder negative Abweichung zwischen der tatsächlichen Produktion und dem langfristigen Wachstumspfad und lässt damit Rückschlüsse über den vorhandenen Kapazitätsspielraum zu. Nähert sich die tatsächliche Produktion rasch dem langfristigen Wachstumspfad oder droht sie gar darüber hinaus zu wachsen, so kündigt dies preistreibende Verknappungen an. Die Notenbank wird dann eine Straffung der Geldpolitik ins Auge fassen müssen.

Umgekehrt deutet eine grosse Produktionslücke auf bestehende Überkapazitäten hin, die in absehbarer Zeit das Risiko eines Teuerungsanstieges als gering erscheinen lassen.

In der Praxis ist die Messung der Produktionslücke allerdings ein schwieriges Unterfangen. Das Ergebnis hängt entscheidend davon ab, von welchem Trendwachstum man ausgeht. So weist die Schweiz beispielsweise heute eine hohe Produktionslücke von mehr als 4% auf, wenn wir davon ausgehen, dass das

langfristige Potentialwachstum in den neunziger Jahren unverändert bei knapp 2% blieb. Es ist aber durchaus möglich, dass die lange Stagnationsphase zusammen mit dem raschen Strukturwandel vorübergehend das Trendwachstum senkte. Die verfügbaren Produktionsreserven wären dann kleiner, als die Produktionslücke vermuten lässt.

Als Ergänzung zur Produktionslücke müssen daher eine Reihe weiterer Indikatoren herangezogen werden. Dazu gehören beispielsweise die Angebots- und Nachfrageverhältnisse am Arbeitsmarkt, die einen Hinweis auf die künftige Entwicklung der Lohnkosten geben. Auch hier stehen wir allerdings vor dem Problem, dass die Höhe der Arbeitslosigkeit allein noch nicht alles besagt. Wir müssen insbesondere abzuschätzen versuchen, welcher Teil der Arbeitslosigkeit strukturelle Ursachen hat und damit von der Konjunkturlage unabhängig ist.

In einer offenen Volkswirtschaft wie der Schweiz üben auch Wechselkursausschläge einen starken Einfluss auf die Inflationsentwicklung aus. Neben der Produktionslücke und der Analyse des Arbeitsmarktes ist daher auch die Entwicklung des realen Wechselkurses ein wichtiger Indikator für die Inflation in der kurzen Frist. Eine Abschwächung des realen Wechselkurses bringt die Gefahr eines importierten Inflationsanstieges, ein starker Anstieg kann deflationäre Tendenzen zur Folge haben. Wie rasch sich wechsellkursbedingte Preissteigerungen auf das Preisniveau niederschlagen, hängt wiederum davon ab, wie sich die Nachfrageverhältnisse entwickeln. So war es angesichts der immer noch flauen Binnennachfrage nicht überraschend, dass die Preise für importierte Güter im letzten Jahr kaum anzogen, obschon der reale Frankenkurs bis Anfang 1997 deutlich gesunken war.

Gewisse Rückschlüsse auf die Inflationsentwicklung lassen sich schliesslich auch aus dem Verlauf der langfristigen Zinssätze ziehen. Ein Anstieg kann darauf hinweisen, dass die Inflationserwartungen in der Wirtschaft zunehmen und deshalb Vorsicht geboten ist. Die langfristigen Zinssätze können aber auch aus anderen Gründen steigen, zum Beispiel infolge höherer Zinssätze im Ausland. Es ist ausserdem nie auszuschliessen, dass sich wegen der relativen Knappheit auf den Kapitalmärkten oder der Produktivitätsentwicklung die reale Rendite des Kapitals verändert hat.

Sie sehen: Bevor aus dem Verlauf der kurzfristigen Indikatoren Folgerungen für die Geldpolitik gezogen werden können, bedarf es einer eingehenden Analyse. Die Indikatoren dürfen nicht isoliert betrachtet, sondern müssen im Gesamtzusammenhang gesehen werden. Vor allem aber sind sie kein Ersatz, sondern eine wichtige Ergänzung zu den Geldaggregaten. Dies aufgrund der langen Verzögerung, mit der sich die Geldpolitik auf die Preisentwicklung auswirkt. Signalisiert beispielsweise die sich rasch schliessende Produktionslücke eine Inflationsgefahr, dann ist es zumeist zu spät, um den Preisanstieg zu vermeiden. Die Notenbank kann ihn im besten Fall noch mildern. Sie kommt daher nicht ohne Indikatoren aus, die wie die Geldaggregate über die längerfristige Preisentwicklung Aufschluss geben.

4. Zusammenfassung und Ausblick

Damit komme ich zum Schluss. Ich habe meine Ausführungen mit der Aussage eingeleitet, dass wir in diesem Jahr keine Straffung der Geldpolitik beabsichtigen. Ich sagte weiter, dass wir die Inflationsrisiken derzeit als gering erachten. Diese Aussage lässt sich sowohl aufgrund der Entwicklung der Geldaggregate als auch der kurzfristigen Indikatoren begründen. Wir befinden uns mit anderen Worten momentan in der glücklichen Lage, dass alle wichtigen Indikatoren in die gleiche Richtung weisen. Dies wird nicht immer so

sein. Die Notenbanken befinden sich in der Regel auf heiklen Gratwanderungen. Unter Umständen sind sie sogar gezwungen, vom stabilitätsgerechten Kurs abzuweichen. Störungen an den Finanzmärkten können dafür ein Grund sein. Starke Schwankungen des Frankenkurses - ausgelöst durch den Übergang in die dritte Stufe der Währungsunion - sind ein Szenario, mit dem wir heute konkret rechnen müssen. Wir haben deshalb an unserem Pressegespräch klar darauf hingewiesen, dass wir einer gesamtwirtschaftlich unerwünschten Wechselkursentwicklung mit unseren geldpolitischen Mitteln entgegenzutreten werden.

Unsere geldpolitischen Absichten für das neue Jahr wurden alles in allem gut aufgenommen. Wir nehmen das gerne zur Kenntnis. Für unsere Geldpolitik brauchen wir den Rückhalt von Wirtschaft und Gesellschaft. Wir brauchen ihn aber nicht nur heute, wo wir eine weiterhin grosszügige Geldpolitik und tiefe Zinssätze in Aussicht stellen können. Wir werden ihn auch in Zeiten benötigen, in denen die geldpolitischen Zügel gestrafft werden müssen, um die Preisstabilität längerfristig zu sichern.

Es ist mit anderen Worten der gesellschaftliche Konsens bezüglich der Preisstabilität, der die Grundlage für eine stabilitätsorientierte Geldpolitik bildet. Dieser Konsens muss drei Elemente umfassen. Er muss erstens beinhalten, dass der volkswirtschaftliche Nutzen der Preisstabilität erkannt und die erheblichen Kosten der Inflation vorübergehender Vorteile wegen nicht einfach verdrängt werden. Der Konsens muss sodann die Grenzen der Möglichkeiten der Geldpolitik einschliessen. Die Geldpolitik ist zwar ein wirkungsvolles wirtschaftspolitisches Instrument. Ihr Einsatz ist aber angesichts der langen Wirkungsverzögerungen, denen sie ausgesetzt ist, alles andere als einfach. Sie kann auf die Länge nur die Preisentwicklung beeinflussen. Durch die Gewährleistung stabiler monetärer Rahmenbedingungen bereitet die Geldpolitik den Boden für eine dynamische Entfaltung der Wirtschaft. Der Konsens muss schliesslich ein gesundes Misstrauen gegenüber einfachen Rezepten, wie der oft allzu vordergründigen Forderung nach einer flexiblen, kurzfristig orientierten Geldpolitik beinhalten.

In der Schweiz konnten wir bis anhin auf einen solchen Konsens zählen. Dies war die Voraussetzung, dass nach dem Zusammenbruch des Fixkurssystems von Bretton Woods vor einem Vierteljahrhundert trotz mancher Rückschläge ein hoher Grad an Preisstabilität erreicht wurde. Ich hoffe, dass sich ein solcher gesellschaftlicher Konsens auch in Europa weiter festigen wird und die künftige Europäische Zentralbank damit den nötigen Rückhalt in der Bevölkerung erhält, um eine stabilitätsorientierte Geldpolitik zu führen. Ist dies der Fall, so stehen die Chancen gut, dass sich die von der Europäischen Währungsunion erhofften Gewinne für die europäische Gemeinschaft einstellen werden.