

## **Zur Geldpolitik im neuen Jahr**

Dr. Hans Meyer  
Präsident des Direktoriums  
Schweizerische Nationalbank

Universität St. Gallen

St. Gallen, 21. Januar 1999

Zum zweiten Mal – damit schon fast eine Tradition begründend – benütze ich die Einladung Ihrer Universität als willkommene Gelegenheit, um unsere Geldpolitik vor einem kritischen Publikum näher zu erläutern.

Ich beginne mit einem Rückblick auf das Jahr 1998, das als eines der turbulenteren der jüngeren Vergangenheit in Erinnerung bleiben wird. Im zweiten Teil meiner Ausführungen werde ich darlegen, was uns dazu bewogen hat, ein weiteres Mal eine tendenziell grosszügige Geldpolitik anzukündigen. Im dritten Teil möchte ich auf einige grundlegende Fragen unserer Geldpolitik eingehen, einer Geldpolitik, die ich selbst am Mediengespräch vom vergangenen Dezember als pragmatisch bezeichnet habe. Im vierten und letzten Teil geht es um den Auftrag der Nationalbank. Der Nationalrat hat in der Dezembersession als erste der beiden Kammern den neuen Währungsartikel in der Verfassung gutgeheissen; die Abstimmung im Ständerat ist für den März geplant.

## **1 Rückblick**

Das Jahr 1998 war für die schweizerische Wirtschaft insgesamt erfreulich. Die konjunkturelle Erholung setzte sich trotz der Eintrübung des weltwirtschaftlichen Umfeldes fort. Dazu trugen die günstigen monetären Rahmenbedingungen bei. Die kurzfristigen Zinssätze lagen leicht, die langfristigen deutlich tiefer als im Vorjahr. Mit durchschnittlich 2.8% erreichte die Rendite der Bundesobligationen den tiefsten Stand seit Ende der fünfziger Jahre. Gleichzeitig kam der Anstieg der Konsumentenpreise - nicht zuletzt unter dem Einfluss der stark rückläufigen Erdölpreise - zum Stillstand. Dies führte zu einem deutlichen Anstieg der Realeinkommen und zu einer Belebung der Binnennachfrage.

Vom Ausland her blies jedoch ein rauher Wind. Die Krise in Ostasien, die Mitte 1997 ausgebrochen war, erwies sich als nachhaltiger, als zunächst angenommen. Die Exportindustrie bekam den markanten Nachfrageausfall aus dieser einst so dynamischen Region deutlich zu spüren. Die Ausfuhren, die im Jahre 1997 noch die wichtigste Konjunkturstütze gebildet hatten, verloren an Schwung.

Massive Störungen gingen auch von den Finanzmärkten aus. Trotz der anhaltenden Krise in Ostasien und der wachsenden Probleme in anderen aufstrebenden Ländern setzte sich in den Industrieländern die Hausse an den Aktienmärkten zunächst fort. Auch in der Schweiz erreichten die Börsennotierungen im Sommer neue Rekordstände.

Zunehmend mehrten sich allerdings die Anzeichen, dass die Krise in weiten Teilen der Welt an den Industrieländern nicht spurlos vorbeigehen werde. In der Folge wurden die Ertragserwartungen nach unten korrigiert. Der Ausbruch der Russland-Krise und das einseitige Schuldenmoratorium bildeten schliesslich den Anstoss zu einer massiven Kurskorrektur an allen wichtigen Börsen. In der Schweiz verlor der Swiss Performance Index bis Anfang Oktober fast 40% an Wert.

Diese abrupte Korrektur am Aktienmarkt führte auch auf anderen Märkten zu Turbulenzen. In der Schweiz liess die starke Nachfrage nach Bundesobligationen deren Rendite deutlich sinken, während die Verzinsung der Obligationen privater Schuldner leicht anstieg. Noch ausgeprägter waren die Umschichtungen in sichere Staatspapiere in den Vereinigten Staaten. Die Nervosität spitzte sich zu, als im September ein auf den Derivatehandel spezialisiertes, renommiertes Institut ins Schleudern geriet und durch eine grossangelegte, von der amerikanischen Notenbank koordinierte Aktion gerettet werden musste. Viele begannen zu fürchten, es könnte sich dabei um die Spitze eines Eisberges handeln. In dieser angespannten Lage senkte die amerikanische Notenbank Ende September ihren Leitzins um 0.25% auf 5.25%. Dies trug wesentlich zur Beruhigung der Finanzmärkte und in der Folge zur Erholung der Aktienmärkte bei.

Das Eingreifen des Fed führte die schwierige Frage vor Augen, wie sich Notenbanken gegenüber Finanzmarktentwicklungen verhalten sollen. Grundsätzlich ist es sicher richtig, wenn sie sich nicht allzu stark um die Kursbewegungen an den Aktienmärkten kümmern. Solche Kursbewegungen sind stark von Erwartungen – auch betreffend der Geldpolitik – geprägt. Die Notenbanken müssen vermeiden, dass ihre Geldpolitik zum Spielball solcher Erwartungen wird.

Anders stellt sich die Lage dar, wenn Turbulenzen Finanzinstitute in Schwierigkeiten bringen und die Gefahr von Kettenreaktionen besteht, welche das Finanzsystem eines Landes gefährden könnten. Bei solchen Systemrisiken kann es angezeigt sein, das Finanzsystem mit zusätzlicher Liquidität zu versorgen.

Der Zinsschritt der amerikanischen Notenbank, dem Mitte Oktober und Mitte November zwei weitere folgten, war auch aus konjunkturellen Gründen angebracht. Der massive Kursrückgang auf den Aktienmärkten drohte die amerikanische Konjunktur, die bereits die Folgen der Asienkrise spürte, allzu stark abzukühlen. In Europa und insbesondere in der Schweiz war dies weniger der Fall. Der Aktienbesitz ist hierzulande nicht übermässig breit gestreut; Gewinne und Verluste aus Aktienanlagen scheinen das kurzfristige Konsumverhalten nicht stark zu beeinflussen. Ausserdem bildet die im Vergleich zu den USA hohe Sparquote der Haushalte einen wirksamen Puffer, um solche Verluste aufzufangen.

Vielleicht noch gefährlicher als die Auswirkungen der Finanzkrise auf die Industrieländer war die Möglichkeit, dass die Krise auf die aufstrebenden Länder Lateinamerikas übergreifen würde. Bereits seit geraumer Zeit hatten diese Länder mit steigenden Risikoprämien und wachsendem Druck auf ihre Währungen fertig zu werden. Der Ausbruch der Finanzkrise im Sommer löste weitere Umschichtungen in sicherere Anlagen der Industrieländer aus. Um die akute Gefahr einer Destabilisierung Brasiliens zu bannen, wurde diesem Land umfangreiche internationale Finanzhilfe gewährt, an der sich auch die Nationalbank beteiligte. Unser Beitrag an Massnahmen zugunsten von Ländern mit Zahlungsbilanzschwierigkeiten oder zugunsten des IWF beläuft sich heute auf insgesamt 2,6 Mrd. Franken. Darin eingeschlossen sind unsere bilateralen Hilfsaktionen im Rahmen des Währungsbeschlusses, dessen Plafond von einer Milliarde Franken nun ausgeschöpft ist. Der Bundesrat und das Parlament werden deshalb eine Aufstockung in Aussicht nehmen müssen, wenn die Schweiz nicht ins Abseits geraten soll.

Das rasche Übergreifen der Asien- und Russlandkrise auf andere Schwellenländer lenkte einmal mehr den Blick auf die vermeintlich schädlichen Auswirkungen der hohen Kapitalmobilität. Die Debatte ist so alt wie die Erfahrung, dass Finanzmarktkrisen rasch weite Kreise ziehen können. Ein Abschotten der Länder durch Finanzmarktkontrollen mag die Übertragung von Schocks mildern. Dies aber nur um den Preis, dass die

Entwicklung ihrer Wirtschaft weitgehend ohne ausländisches Kapital bewältigt werden muss. Ein bessere Lösung für diese Länder wäre es, den inländischen Finanzsektor auf eine solide Grundlage zu stellen, indem unter anderem die Eigenkapitaldeckung der Banken erhöht und die Finanzmarktaufsicht verstärkt würde.

Die Schweiz wurde von den Turbulenzen auf den Finanzmärkten nicht zuletzt dadurch betroffen, dass der Aufwertungsdruck auf den Franken zunahm. Um die konjunkturelle Erholung nicht zu gefährden, wirkten wir diesem Druck durch eine grosszügige Geldversorgung entgegen. Dabei mussten wir der Tatsache Rechnung tragen, dass die Banken vorübergehend vermehrt Giro Guthaben als Vorsichtskasse hielten. Der Girostand, der an einzelnen Tagen über 5 Mrd. Franken lag, überzeichnete deshalb den geldpolitischen Expansionsgrad.

Wenig Probleme bereitete im letzten Jahr die näherrückende Einführung des Euro. Nachdem gewisse Unsicherheiten zu Beginn des Jahres zu einer höheren Frankennachfrage geführt hatten, beruhigte sich die Lage rasch. Die Festlegung der bilateralen Paritäten Anfang Mai und der zielstrebige Ausbau der Europäischen Zentralbank stärkten das Vertrauen in die neue Währung. Ihre Einführung auf Anfang dieses Jahres verlief reibungslos. Bis heute entwickelte sich der Frankenkurs gegenüber dem Euro in vertretbarem Rahmen.

## **2 Die Geldpolitik im Jahre 1999**

Wird zum dritten Mal hintereinander eine tendenziell grosszügige Geldpolitik angekündigt, so mag der Eindruck entstehen, es würde eigentlich nichts mehr entschieden, sondern automatisch alles beim Alten gelassen. Dieser Eindruck täuscht. Auch wenn im Endeffekt die Geldpolitik tatsächlich gleich bleibt, liegt diesem Entscheid doch ein eingehender Entscheidungsprozess zugrunde. Er lässt sich im wesentlichen in vier Schritte gliedern.

- Ausgehend von der aktuellen Wirtschaftslage muss zunächst die realwirtschaftliche Entwicklung im folgenden Jahr abgeschätzt werden. Aufgrund einer Konjunkturanalyse erhalten wir Vorstellungen über die künftige Entwicklung der Kapazitätsauslastung oder – anders ausgedrückt – der Produktionslücke. Daraus ergeben sich erste Rückschlüsse auf die mutmassliche Entwicklung des Preisniveaus.
- In einem zweiten Schritt wird diese Einschätzung mit Hilfe von Informationen über die kurzfristige Preisentwicklung ergänzt. Dazu gehören Sonderfaktoren wie die Veränderung indirekter Steuern oder absehbare Einflüsse von den Importpreisen her.
- Anschliessend muss geprüft werden, ob die bisher gewonnene Vorstellung über den angemessenen geldpolitischen Kurs auch aus einer längerfristigen Perspektive vertretbar ist. Um dies zu beurteilen, ziehen wir vor allem die Geldaggregate heran. In der Schweiz besteht zwischen der Entwicklung des Preisniveaus und der Geldaggregate längerfristig nach wie vor ein ausreichender Zusammenhang. Die Geldaggregate bleiben daher nützliche Indikatoren für die Einschätzung des längerfristigen Preistrends.
- Schliesslich geht es darum, aus dem Verlauf aller untersuchten Indikatoren die Schlussfolgerungen für die Geldpolitik zu ziehen. Wir müssen uns im Wesentlichen überlegen, ob der Trend der Geldversorgung mit einer ausgeglichenen konjunkturellen Entwicklung und dem Ziel der längerfristigen Preisstabilität in Einklang stehe. Ist dies nicht der Fall, dann muss je nachdem eine Verschärfung oder eine Lockerung der Geldpolitik in Aussicht genommen werden.

Damit komme ich zu den konkreten Überlegungen zur Geldpolitik 1999. Ich beginne mit der Einschätzung der Konjunkturlage.

## 2.1 Konjunktur

Die meisten Wirtschaftsprognosen wie auch unsere eigenen Berechnungen deuten für das Jahr 1999 auf eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums hin. Darin widerspiegelt sich zunächst die Asienkrise, die auch bei unseren wichtigen Handelspartnern zu einer Wachstumsabschwächung führen dürfte. Wir müssen daher mit einem schwächeren Exportwachstum rechnen. Als Konjunkturstütze dürfte dagegen die Binnennachfrage, vor allem der private Konsum, wirken.

Gemäss unserer Einschätzung wird sich das reale Wirtschaftswachstum in der Grössenordnung von 1,5% bewegen und damit das langfristige Trend- oder Potentialwachstum in diesem Jahr nicht übertreffen. Es bleibt somit ein Kapazitätsspielraum. Dieser kommt auch auf dem Arbeitsmarkt zum Ausdruck. Die Zahl der registrierten Arbeitslosen ist zwar im letzten Jahr erfreulich stark gesunken. Der Rückgang wird aber durch zwei Faktoren, nämlich die aktiven Arbeitsmarktmassnahmen wie etwa die kantonalen Beschäftigungsprogramme und die Aussteuerung von Langzeitarbeitslosen, überschätzt. Es besteht also immer noch eine beträchtliche Arbeitslosigkeit. Dies schliesst nicht aus, dass der Arbeitsmarkt für gewisse Kategorien von Arbeitnehmern weitgehend ausgetrocknet ist. Produktivitätsfortschritte und vor allem ein scharfer Wettbewerb dürften aber verhindern, dass die in diesen Fällen bezahlten höheren Löhne zu einem generellen Anstieg des Preisniveaus führen.

Gleich wie die Inflationsrisiken beurteilen wir derzeit auch das Risiko, dass die Erholung der Wirtschaft ins Stocken kommen wird und damit deflationäre Tendenzen ausgelöst werden könnten, als gering. Die Wachstumsaussichten wurden zwar in den meisten Industrieländern nach unten korrigiert. Die tiefe Teuerung und die niedrigen Zinssätze sprechen aber für eine Fortsetzung der konjunkturellen Erholung in Europa und für eine weiterhin gute Konjunktur in den Vereinigten Staaten. Es ist damit kein Einbruch der Exporte zu befürchten.

Alles in allem sprechen die grundlegenden Konjunktur- und Arbeitsmarktindikatoren für die Beibehaltung unserer tendenziell grosszügigen Geldpolitik. Leider sind diese Indikatoren nicht immer zuverlässig. Das Konzept der Produktionslücke hat mit Messproblemen zu kämpfen. Zum einen hängt die geschätzte Produktionslücke davon ab, von welchem Potentialwachstum man ausgeht. Zum anderen ist auch die Datenlage über die effektive Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Produktion mit Unsicherheiten behaftet. Ein Beispiel lieferte im letzten Jahr die erhebliche Revision der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung für 1997. Diese zeigt im nachhinein einen deutlich günstigeren Verlauf des Bruttoinlandproduktes, als die Quartalsschätzungen vermuten liessen. Ähnliche Vorbehalte gelten für den Arbeitsmarkt. Unsere Untersuchungen zeigen, dass die Schätzungen der Sockelarbeitslosigkeit so ungenau sind, dass sie für die Geldpolitik nur von geringem Nutzen sind.

Aus diesen Gründen müssen weitere Indikatoren geprüft werden, um das Bild zu präzisieren. Erwähnt seien die Auswirkungen der Mehrwertsteuer, die Einflüsse aus dem Ausland auf das Preisniveau sowie andere Sonderfaktoren, welche die Preisentwicklung prägen dürften.

## **2.2 Weitere Einflüsse auf die Teuerung**

Im Jahre 1998 blieb der Konsumentenpreisindex zum ersten Mal seit Ende der fünfziger Jahre unverändert. Im November und Dezember lag er sogar geringfügig unter dem Vorjahresstand. Dieses auch für uns unerwartete Ergebnis war hauptsächlich eine Folge des Zerfalls der Erdölpreise. Die Preise anderer Güter, insbesondere diejenigen der privaten Dienstleistungen, zogen dagegen angesichts der Nachfragebelebung leicht an.

Für dieses Jahr rechnen wir mit einer Teuerung von durchschnittlich 1%. Anfang Jahr trat die Erhöhung der Mehrwertsteuer von 6,5 auf 7,5% in Kraft. Wir gehen davon aus, dass diese generelle Anpassung weitgehend auf die Konsumentenpreise überwälzt werden wird. Sie dürfte rund die Hälfte des erwarteten Teuerungsanstieges ausmachen.

Der übrige Preisdruck dürfte gering bleiben. Dafür sorgen neben dem moderaten Konjunkturverlauf zunächst die internationalen Einflüsse. Vor dem Hintergrund des schwächeren Wachstums der Weltwirtschaft dürften die Rohstoffpreise, insbesondere die Erdölpreise, gedrückt bleiben. Auch von der Wechselkursentwicklung droht kaum ein Teuerungsschub. Unter der Annahme, dass der reale, exportgewichtete Franken ungefähr auf dem Stand von Ende Jahr bleiben wird, gehen von dieser Seite leicht preisdämpfende Einflüsse aus.

Im Inlandbereich begrenzen sodann die Deregulierungen und der verstärkte Wettbewerb den Preiserhöhungsspielraum. Bestes Beispiel ist der Telekommunikationssektor. In die gleiche Richtung wirkt die Umgestaltung der Landwirtschaft weg von Preissubventionen hin zu Direktzahlungen oder auch die bereits in einigen Kantonen erfolgte Liberalisierung des Gastgewerbes. Auch die durch die Einführung des Euro geschaffene erhöhte Preistransparenz im benachbarten Ausland dürfte sich tendenziell preisdämpfend auswirken.

Dies bedeutet allerdings nicht, dass dadurch das Phänomen der Teuerung der Vergangenheit angehören würde. Es handelt sich aber um Sonderfaktoren, die über einige Zeit hinweg die Teuerungsgefahr eindämmen können. Für die Einschätzung der Preisentwicklung in der längeren Frist ist die Geldmengenentwicklung nach wie vor ein wichtiger Indikator.

### **2.3 Überlegungen zur Geldmengenentwicklung**

Es ist bekannt, dass die Geldaggregate über die längerfristige Inflationstendenz zuverlässige Auskunft geben, solange die Geldnachfrage stabil ist. Besteht zwischen einer bestimmten Geldmenge und dem Ziel der Preisstabilität ein enger und stabiler Zusammenhang, so lässt sich diese als geldpolitisches Zwischenziel verwenden. Bis 1996 erfüllte die Notenbankgeldmenge, die den Notenumlauf und die Giro Guthaben der Banken bei der Nationalbank umfasst, diese Voraussetzung. Wir legen aus diesem Grund für diese Grösse einen mittelfristigen Zielpfad im Sinne einer Orientierungshilfe fest.

Seit 1997 haben Störungen bei der Nachfrage nach Notenbankgeld stark zugenommen. Dabei spielen Veränderungen in der Liquiditätspolitik der Banken, vor allem eine erhöhte Volatilität bei der Nachfrage der Banken nach Giro Guthaben, eine grosse Rolle. Auch die Nachfrage des Publikums nach Tausendernoten hat aus noch immer ungeklärten Gründen stark zugenommen. Die Entwicklung der Notenbankgeldmenge verlor deshalb an Aussagekraft und trat aus diesem Grunde als Orientierungshilfe in den Hintergrund.

Dies veranlasste uns, vermehrt den Verlauf der weiter gefassten Geldmenge M3 zu beachten. Die langfristige Nachfrage nach M3 ist tendenziell stabil, und zur Preisentwicklung besteht längerfristig ein zuverlässiger Zusammenhang. Allerdings ist M3 weniger gut kontrollierbar als die Notenbankgeldmenge. Das Aggregat reagiert erheblich auf Veränderungen der langfristigen Zinssätze, was zu Interpretationsproblemen führen kann. Die voraussichtliche Entwicklung von M3 in diesem Jahr lässt nicht auf Gefahren für die Preisstabilität schliessen.

## **2.4 Geldpolitische Schlussfolgerungen**

Die im Herbst 1998 vorgenommene Analyse der Indikatoren zeigte uns, dass eine weiterhin tendenziell grosszügige Geldpolitik im Interesse einer ausgeglichenen Konjunkturentwicklung liegen und für die Preisstabilität keine Gefährdung darstellen dürfte. Es bestand somit kein Grund, den geldpolitischen Kurs zu ändern.

Die Entscheidungsfindung war insofern einfach, als praktisch alle Indikatoren in die gleiche Richtung wiesen. Unsere Überlegungen beruhen allerdings zu einem grossen Teil auf Prognosen und damit auf einer unsicheren Grundlage. Wir müssen deshalb den geldpolitischen Kurs jeweils anhand neuer Informationen überprüfen und unter Umständen korrigieren. Die laufende Beurteilung kommunizieren wir in den geldpolitischen Schlussfolgerungen, die wir vierteljährlich im Quartalsheft veröffentlichen.

Die geldpolitischen Verlautbarungen am Ende des Jahres sowie unsere vierteljährlichen geldpolitischen Schlussfolgerungen enden in der Regel mit dem Hinweis, dass wir auf schwerwiegende Störungen auf den Devisen- und Finanzmärkten reagieren würden. Dieser Vorbehalt versteht sich dieses Jahr angesichts der Einführung des Euro fast von selbst.

Die Schaffung des Euro bildet eine Zäsur. Sie tangiert auch die schweizerische Wirtschaft und wird Umstellungen und Anpassungen erforderlich machen. Die neue europäische Währung hat grundsätzlich gute Aussichten, eine stabile Währung zu werden. Dennoch können Überraschungen nicht ausgeschlossen werden. Wir müssen daher die Entwicklung des Eurokurses regelmässig in unser geldpolitisches Kalkül einbeziehen.

Lassen Sie mich damit zum dritten Teil meines Referates, zur geldpolitischen Strategie übergehen. Wie lässt sie sich charakterisieren? Inwiefern ist sie pragmatisch?

### **3 Die geldpolitische Strategie**

Unserer Geldpolitik liegt eine flexible Strategie zugrunde. Wir versuchen, das Ziel der Preisstabilität dadurch zu erreichen, dass wir uns wohl an der Entwicklung der monetären Aggregate orientieren, gleichzeitig aber auch andere Indikatoren berücksichtigen. Unsere Zwischenziele für die Notenbankgeldmenge waren seit jeher an gewisse Voraussetzungen gebunden. Sie galten insofern, als die ihnen zugrunde liegenden Annahmen über funktionale Zusammenhänge und wirtschaftliche Schlüsselvariablen gültig blieben und nicht aufgrund neuer Informationen angepasst werden mussten. Ich denke dabei vor allem an die Geldnachfrage und den Wechselkurs. Die Flexibilität unserer Strategie zeigt sich daran, dass die Geldmengenziele oft nicht erreicht wurden, obschon die Notenbankgeldmenge ziemlich genau steuerbar gewesen wäre.

In den letzten beiden Jahren veranlassten uns wie gesagt die Schwierigkeiten bei der Beurteilung der Notenbankgeldmenge, vermehrt die Geldmenge M3 heranzuziehen und noch expliziter als zuvor auf die anderen Indikatoren hinzuweisen. Am letzten Mediengespräch bezeichneten wir unsere Geldpolitik als pragmatisch. Damit brachten wir zum Ausdruck, dass die Zahl der verwendeten Indikatoren nicht abschliessend und das Gewicht, das wir den einzelnen zumessen, nicht von vornherein festgelegt ist. Eine pragmatische Geldpolitik ist aber keine opportunistische Geldpolitik, die sich nach dem geringsten Widerstand richtet. Eine solche Geldpolitik wäre zum Scheitern verurteilt. Sie hätte mit hoher Wahrscheinlichkeit eine Destabilisierung des Preisniveaus und eine wachsende Verunsicherung der Wirtschaft und der Haushalte zur Folge. Die Glaubwürdigkeit der Notenbank wäre rasch verspielt und eine Rückkehr zu stabilen Verhältnissen nur unter hohen sozialen Kosten möglich.

Unsere Geldpolitik ist grundsätzlich auf die Wahrung der Preisstabilität ausgerichtet. Dabei können Teuerungsraten bis zu 2% toleriert werden. Bahnt sich tendenziell eine höhere Teuerung an, dann muss die Lage neu beurteilt und allenfalls Gegensteuer gegeben werden. Das gleiche gilt selbstverständlich für den Fall, dass sich eine Gefahr allgemein sinkender Preise, d.h. einer Deflation, abzeichnet. Ihr müsste mit einer expansiven Geldpolitik entgegengewirkt werden. Ein einmaliger, durch Sonderfaktoren geprägter Rückgang der Preise ist unerheblich; gefährlich ist aber eine tendenzielle Abnahme des Preisniveaus.

Als Alternative zu einer flexiblen – oder pragmatischen – Geldmengenstrategie hat in den letzten Jahren die direkte Inflationszielstrategie vermehrt Beachtung gefunden. Eine solche Strategie bietet sich vor allem dann an, wenn die Geldaggregate beispielsweise wegen Finanzmarktinnovationen ihre Aussagekraft weitgehend verloren haben. Sie wurde hauptsächlich von Ländern gewählt, in denen die Inflationsrate von einem hohen Wert aus gesenkt oder eine frühere Wechselkursbindung aufgegeben werden musste. Die Formulierung eines expliziten Inflationszieles soll einer Notenbank rasch Glaubwürdigkeit verschaffen und damit die Kosten der Inflationsbekämpfung vermindern.

Im Mittelpunkt einer Inflationszielstrategie steht die Inflationsprognose der Notenbank. Weicht diese vom Inflationsziel ab, dann muss die Geldpolitik angepasst werden. Auch diese Strategie hat aber ihre Tücken. Die Erstellung einer Inflationsprognose über einen längeren Zeitraum ist schwierig. In einer kleinen, offenen Volkswirtschaft ist sie selbst in der kurzen Frist alles andere als einfach, weil oft Störungen aus dem Ausland einen starken Einfluss auf das inländische Preisniveau ausüben.

Welche Strategie eine Notenbank auch wählt – sie wird immer mit Unsicherheit konfrontiert sein. Sie muss Informationen und Prognosen vertrauen, die sich als falsch herausstellen können. Erscheint eine Kursanpassung als nötig, so verfügt sie nur über ein Mittel, nämlich die Einflussnahme auf die Geldversorgung. Daneben besteht nur noch die Möglichkeit, den Wechselkurs fest an eine andere Währung zu binden und damit die Verantwortung für die Geldpolitik einer anderen Notenbank zu übertragen. Diese ist selbstverständlich mit den gleichen grundlegenden Problemen konfrontiert, wird aber für die speziellen Bedürfnisse zugewandter Orte eher wenig Verständnis haben.

Geldpolitische Entscheide können nie allen Vorstellungen gerecht werden. Sie sind in erheblichem Masse und unvermeidbar Ermessensentscheide. Will eine Notenbank Fehlentwicklungen vermeiden, dann muss sie rechtzeitig handeln. Sie muss ihre Entscheide in einem Moment treffen, wo die Probleme noch nicht virulent sind und viele keine Gefahr sehen. Sie wird versuchen, in einer solchen Situation eine möglichst hohe Transparenz zu schaffen und die Gründe für ihre Handlungsweise offenzulegen. Auch dann ist sie vor Kritik nicht gefeit, lassen sich Indikatoren doch oft unterschiedlich interpretieren.

Gerade weil die Notenbank unter Unsicherheit handeln und Ermessensentscheide treffen muss, ist es wichtig, dass über ihren Auftrag Klarheit herrscht. Lassen Sie mich damit zum letzten Teil meiner Ausführungen, zum Auftrag der Nationalbank, übergehen.

#### **4 Der Auftrag der Schweizerischen Nationalbank**

Wie einleitend erwähnt, stimmte der Nationalrat in der vergangenen Dezember-Session dem neuen Währungsartikel mit deutlichem Mehr zu. Dieser löst zunächst die überholte Bindung des Frankens an das Gold. Er beauftragt die Nationalbank, die Geld- und Währungspolitik im Gesamtinteresse des Landes zu führen, wobei das Ziel der Preisstabilität vorrangig ist. Sodann verankert er die Unabhängigkeit der Nationalbank und verpflichtet sie gleichzeitig zur Rechenschaftsablage gegenüber dem Bundesrat, der Bundesversammlung und der Öffentlichkeit. Schliesslich hält der neue Währungsartikel fest, dass ein Teil der für die Erfüllung des Auftrages notwendigen Währungsreserven weiterhin in Gold zu halten ist. Die Bundesgesetzgebung soll die Verwendung der für geld- und währungspolitische Zwecke nicht weiter benötigten Währungsreserven regeln.

Bekanntlich hat die Nationalbank heute sinngemäss den Auftrag formuliert, die Geldpolitik im Gesamtinteresse des Landes zu führen.

Es ist bemerkenswert, dass die Frage, was in diesem Zusammenhang unter dem Gesamtinteresse zu verstehen sei, während Jahrzehnten unbeantwortet blieb. Erst die Aufnahme des Konjunkturartikels in die Verfassung brachte die erwünschte Klärung. Danach ist der Bund verpflichtet, Vorkehren für eine ausgeglichene wirtschaftliche Entwicklung, insbesondere zur Verhütung und Bekämpfung von Arbeitslosigkeit und Teuerung, zu treffen. Es ist naheliegend, dass sich auch die Nationalbank an dieser Zielsetzung orientiert.

Der im Konjunkturartikel enthaltene Auftrag bezieht sich auf die gesamte Wirtschaftspolitik. Die Geldpolitik ist nur eines der Instrumente, das ihr zur Verfügung steht. Sie muss in erster Linie von der Finanzpolitik und der Wettbewerbspolitik unterstützt und ergänzt werden. Im Interesse einer optimalen Gesamtwirkung ist dabei jedes Instrument seinen besonderen Eigenschaften entsprechend einzusetzen.

Bei der Führung der Geldpolitik ist davon auszugehen, dass zwischen der Geldversorgung und der Preisstabilität tendenziell und längerfristig ein Zusammenhang besteht. Dies wird durch Lehre und Erfahrung bestätigt. Letztlich geht es deshalb darum, die Geldversorgung angemessen auf die reale Wirtschaftsentwicklung abzustimmen. Damit kann Preisstabilität in optimaler Weise gewährleistet werden.

Preisstabilität ist allerdings kein Selbstzweck, sondern ein wesentlicher Beitrag zur Schaffung der Voraussetzungen für eine ausgeglichene wirtschaftliche Entwicklung. Sie ist nicht zuletzt ein wesentliches soziales Anliegen, leiden doch die schwächsten Glieder der Gemeinschaft am stärksten unter der Teuerung.

Auf diesen Überlegungen beruht die Absicht, den Auftrag der Geldpolitik prägnanter zu formulieren. Das ist auch deshalb erwünscht, weil der klare Auftrag als Korrelat zur relativen Unabhängigkeit der Nationalbank erscheint.

Entsprechende Überlegungen waren auch massgebend für die Formulierung des Auftrages der neuen Europäischen Zentralbank. Die Schweiz als traditionell stabilitätsbewusstes Land darf aus sachlichen und psychologischen Gründen hier nicht hinter der europäischen Entwicklung zurückstehen.

Dabei ist klar, dass der präzise Auftrag wohl eine notwendige, aber keine hinreichende Voraussetzung für den Erfolg ist. Entscheidend ist letztlich das konsequente und beharrliche Bemühen.

## **5     Ausblick**

1998 war ein schwieriges Jahr. Wir haben erlebt, wie sich Störungen in einzelnen Regionen der Welt rasch auf andere Gebiete übertragen können. Finanzmarkturbulenzen haben Anleger und Sparer verunsichert. In dieser Situation trugen die Notenbanken dazu bei, die Lage zu beruhigen. Die tiefen Teuerungsraten und die Glaubwürdigkeit, welche sie mit ihrer auf Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik erlangt hatten, bildeten dafür günstige Voraussetzungen. Sie machten es möglich, die Liquidität zu erhöhen, ohne dadurch Inflationserwartungen zu wecken. Die günstigen

monetären Rahmenbedingungen in Europa und in den USA verhinderten, dass auch die Industrieländer in eine Rezession gerieten und damit die weltwirtschaftliche Lage noch mehr destabilisiert wurde.

In der Schweiz hat sich die Konjunkturerholung trotz des schwierigen Umfeldes gefestigt. Sonderfaktoren wie der erneute starke Rückgang der Erdölpreise führten – gemessen am Konsumentenpreisindex – zu einem stabilen Preisniveau. Die erwartete Wirtschafts- und Preisentwicklung sowie der prognostizierte Verlauf der monetären Indikatoren sprechen für eine weiterhin tendenziell grosszügige Geldpolitik. Dieser Entscheid ist auf breite Zustimmung gestossen. Dies soll aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass es in Zeiten hoher Preisstabilität schwieriger sein wird, Verständnis für die Fortführung einer stabilitätsorientierten Geldpolitik zu finden. Ich bin dennoch zuversichtlich. Die Zukunft wird zeigen, dass Preisstabilität und ein solides Wachstum auch längerfristig miteinander vereinbar sind. Damit werden die Vorteile stabiler monetärer Rahmenbedingungen sichtbar werden.