

# Wie hat sich das geldpolitische Konzept der SNB bewährt\*?

Thomas J. Jordan

Stellvertretendes Mitglied des Direktoriums

Schweizerische Nationalbank

Vereinigung Berner Wirtschaftswissenschaftler, VBW

27. Februar 2007, Bern

---

\* Der Referent dankt Dr. Caesar Lack und Dr. Marlene Amstad von der Organisationseinheit Finanzmarktanalyse der Schweizerischen Nationalbank, Zürich, für ihre wertvolle Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Vortrages. Das Referat beruht zum Teil auf einem Beitrag von T. J. Jordan und M. Peytrignet, "Der Weg zur Zinssteuerung und zur Inflationsprognose", zur Festschrift zum hundertjährigen Jubiläum der SNB 2007.

## **1. Einleitung**

Ich freue mich ausserordentlich, heute vor der Vereinigung Berner Wirtschaftswissenschaftler, der Alumni Organisation der Wirtschaftsstudenten der Universität Bern, sprechen zu dürfen. Ihre Vereinigung erfüllt eine sehr wichtige Aufgabe, nämlich den Kontakt zwischen den Ehemaligen und der Universität aufrecht zu erhalten und praxisrelevante Ansichten und Erfahrungen in die Universität einzubringen. Das Jahr 2007 ist – wie ich feststellen kann – nicht nur für die Nationalbank ein Jubiläumsjahr. Ihre Vereinigung feiert heuer das 30. Jahr ihres Bestehens. Dieses Alter scheint mir Beweis genug für die Bedeutung dieser Vereinigung. Ich hoffe, dass Sie in Zukunft noch viele weitere Jubiläen feiern können.

Ökonomen der Universität Bern haben in den letzten 35 Jahren der schweizerischen Geldpolitik immer wieder wichtige Impulse verliehen. An erster Stelle möchte ich Karl Brunner erwähnen, der zusammen mit Milton Friedman als Mitbegründer des Monetarismus gilt. Brunner brachte anfangs der Siebzigerjahre die monetaristischen Ideen aus den USA nach Europa, insbesondere nach Deutschland und in die Schweiz. Die SNB war eine der ersten Notenbanken, die 1975 nach dem Zusammenbruch des Bretton Woods Systems die von Brunner propagierte Geldmengensteuerung einführte. Später haben vor allem Jürg Niehans und Ernst Baltensperger, beide ebenfalls herausragende Geldtheoretiker, die Geldpolitik der SNB als Berater entscheidend mitgeprägt.

Wie Sie wahrscheinlich wissen, hat die SNB vor einigen Jahren ihr Geldmengenkonzept aufgegeben. Seit Anfang 2000 hat die SNB ein neues geldpolitisches Konzept, in dessen Zentrum eine Inflationsprognose steht. In meinem heutigen Vortrag möchte ich zunächst dieses Konzept erläutern und danach über die Erfahrungen damit berichten. Ein Grundanliegen von Karl Brunner, nämlich die Regelbindung der Geldpolitik, ist auch heute noch ein sehr aktuelles Thema in der geldpolitischen Diskussion. Ich werde daher im Folgenden insbesondere auf die Balance zwischen Regeln und Diskretion im neuen Konzept eingehen.

## **2. Das neue geldpolitische Konzept**

Bis Ende 1999 verfolgte die SNB ein Geldmengenkonzept. Als monetäre Zielgrösse diente ihr dabei die Notenbankgeldmenge. Voraussetzung für die erfolgreiche Durchführung einer Geldmengensteuerung ist eine stabile Geldnachfrage, oder mit anderen Worten, ein stabiler Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Geldmenge einerseits

und der Konjunktur- und Preisentwicklung andererseits. Die Notenbankgeldmenge erfüllte diese Voraussetzung in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre jedoch immer weniger. Dies erschwerte die Geldpolitik erheblich. Zum einen schwand zunehmend der Informationsgehalt der Geldmenge, und zum anderen ergab sich ein vermehrter Erklärungsbedarf für die immer häufigeren und grösseren Zielabweichungen. Eine Alternative wäre die Verwendung einer breiteren Geldmenge, wie etwa M3, als monetäre Zielgrösse gewesen. Allerdings wäre ein so breites Geldaggregat bedeutend schwieriger zu steuern gewesen als die Notenbankgeldmenge, die von einer Zentralbank unmittelbar beeinflusst werden kann. Die SNB beschloss deshalb, auf eine Erneuerung des Geldmengenkonzeptes zu verzichten und einen vollständig neuen Ansatz zu wählen.

### ***Absichten***

Bevor ich zur Beschreibung des neuen geldpolitischen Konzeptes komme, möchte ich zuerst einige Worte zu den Absichten sagen, welche die SNB 1999 mit der Einführung des neuen Konzeptes verfolgte. Es waren dies: Kontinuität, klare Regelbindung, breit abgestützte Entscheidungsfindung sowie verbesserte Transparenz und Kommunikation.

Erstens sollte das neue Konzept eine gewisse Kontinuität gewährleisten, um die Glaubwürdigkeit zu erhalten, die sich die SNB in der Inflationsbekämpfung während vieler Jahrzehnte erworben hatte. Ein wichtiges Element zur Bewahrung der Glaubwürdigkeit war, dass das vorrangige Ziel der Geldpolitik – nämlich die Erhaltung der Preisstabilität – im neuen Konzept unverändert blieb. Es ist heute weitgehend unbestritten, dass der wesentliche Beitrag einer Notenbank zur langfristigen Wirtschaftsentwicklung in der Sicherung der Preisstabilität liegt. Das neue Konzept beschreibt somit nur einen neuen Weg zur Zielerreichung, während das Ziel der Geldpolitik selbst unverändert blieb.

Ein wichtiger Faktor zur Schaffung und Wahrung von Glaubwürdigkeit in der Geldpolitik ist eine Regelbindung. Das neue Konzept sollte deshalb zweitens weiterhin auf klaren Regeln beruhen, um die Geldpolitik glaubwürdig und berechenbar zu machen und die Inflationserwartungen langfristig zu verankern. Es sollte jedoch auch einen gewissen Freiraum bieten, um kurzfristig angemessen auf Schocks reagieren zu können – allerdings nur, wenn damit das übergeordnete Ziel der Preisstabilität nicht gefährdet würde. Kurzfristig besteht bei einer hohen Glaubwürdigkeit der Geldpolitik und stark verankerten Inflationserwartungen nämlich durchaus die Möglichkeit, einen Beitrag zur Abfederung von Störungen zu leisten, ohne längerfristig die Preisstabilität aufs Spiel zu setzen.

Ein solcher Freiraum ist gerade für eine kleine offene Volkswirtschaft wie die Schweiz von grosser Bedeutung.

Drittens wollte man die geldpolitischen Entscheidungen breiter abstützen. Im neuen Konzept sollten sämtliche relevanten Informationen über die zukünftige Konjunktur- und Preisentwicklung berücksichtigt werden, ohne dogmatisch gewisse Indikatoren oder Prognosemodelle auszuschliessen.

Schliesslich sollte mit der Einführung eines neuen Konzepts auch eine Erhöhung der Transparenz und eine Verbesserung der Kommunikation einhergehen. Dank Transparenz und guter Kommunikation verstehen die Märkte die Absichten der Notenbank besser. Dies erhöht die Glaubwürdigkeit und erleichtert die Umsetzung der Geldpolitik.

Die SNB machte in den Neunzigerjahren die Erfahrung, dass eine Geldpolitik anhand von monetären Zwischenzielen, die zudem oft verfehlt wurden, nur sehr schwierig zu erklären war. Die Öffentlichkeit kann die Geldpolitik wesentlich einfacher verfolgen, wenn die Notenbank ihre Entscheidungen in Form von operativen Zinszielen kommuniziert. Eine Konsequenz des Strebens nach mehr Transparenz war daher die Einführung eines operativen Zinsziels.

### ***Elemente des neuen Konzeptes***

Das neue Konzept wurde im Verlauf des Jahres 1999 erarbeitet und im Dezember des gleichen Jahres verabschiedet. Es beruht im Wesentlichen auf den folgenden Elementen: einer expliziten Definition der Preisstabilität als Anker der Geldpolitik, einer Inflationsprognose als Hauptindikator der Geldpolitik und einem Zielband für den Dreimonatslibor als operatives Ziel zur Umsetzung der Geldpolitik. Ferner bildet die Kommunikation einen weiteren wichtigen Bestandteil des Konzeptes.

### ***Explizite Definition der Preisstabilität***

Um der Öffentlichkeit einen Anhaltspunkt über die mittel- und langfristige Ausrichtung ihrer Geldpolitik zu geben, entschloss sich die SNB, das von ihr angestrebte Ziel der Preisstabilität quantitativ zu definieren. Preisstabilität ist nach unserer Definition dann erreicht, wenn der Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) weniger als 2% pro Jahr ansteigt. Dabei ist – wie wir wiederholt erklärten – ein anhaltend sinkendes Preisniveau, also eine Deflation, mit dieser Definition ebenfalls nicht kompatibel.

Als Massstab zur Definition der Preisstabilität drängte sich der LIK auf, weil das Publikum mit ihm wohl vertraut ist. Die Wahl eines weniger bekannten Inflationsmasses, wie

zum Beispiel einer Kernteuerung, hätte die Kommunikation unnötigerweise erschwert. Der LIK ist jedoch kein perfektes Mass für die tatsächliche Teuerung, da er mit Messfehlern behaftet ist. Die SNB schätzte damals, dass der LIK die tatsächliche Inflation um rund 0,5%–1% zu hoch ausweist. Zudem sind Schwankungen des LIK von +/- 1% um den Inflationstrend nichts Ungewöhnliches und verlangen keine geldpolitische Reaktion. Aufgrund dieser Überlegungen kam die SNB zum Schluss, dass eine LIK-Teuerung von bis zu 2% mit effektiver Preisstabilität kompatibel sei.

Die SNB entschied sich dagegen, eine Untergrenze für die Preisstabilität festzulegen. Eine Definition von 0%–2% wäre vom Publikum möglicherweise als ein Punktziel von 1% mit einer Toleranzgrösse von +/- 1% missverstanden worden. Die SNB wollte jedoch nicht den Anschein erwecken, genau 1% Inflation anzustreben, denn jede positive Inflationsrate unterhalb von 2% ist für sie grundsätzlich mit Preisstabilität vereinbar. Wir wollen und können in diesem Bereich keine Feinsteuerung der Inflation vornehmen.

### ***Inflationsprognose als Hauptindikator***

Als Ersatz für das Geldmengenziel brauchte die Nationalbank einen neuen Wegweiser für ihre geldpolitischen Entscheidungen. Wegen der langen Verzögerung zwischen einem monetären Impuls und dessen Wirkung auf Konjunktur und Preise lag die Verwendung einer Inflationsprognose nahe.

Im Gegensatz zum sog. Inflation Targeting, einem populären geldpolitischen Konzept, welches unter anderem von der Bank of England verfolgt wird, spielt die Inflationsprognose im Konzept der SNB die Rolle eines Hauptindikators und nicht diejenige eines Zwischenziels. Der Unterschied liegt darin, dass die SNB unter Umständen Entscheidungen treffen kann, die sich nicht oder nicht ausschliesslich auf die Inflationsprognose abstützen. Zudem hält unser Konzept nicht fest, in welchem Zeitraum die Inflation nach einer möglichen Verletzung der Preisstabilität wieder in den angestrebten Bereich zu liegen kommen soll. Beim Inflation Targeting hingegen muss die Notenbank ihre Geldpolitik permanent darauf ausrichten, dass ihr Zwischenziel – die Inflationsprognose – für den vorgegebenen Horizont genau dem Inflationsziel entspricht.

Die SNB erstellt ihre Inflationsprognose auf der Basis verschiedener ökonometrischer Modelle und einer Reihe von Indikatoren. Die Resultate der Modelle und die Signale der Indikatoren werden dabei im Sinne einer Synthese zu einer Konsensprognose verdichtet. Die SNB hat in den vergangenen Jahren ein grosses Know-how in der Modellierung der schweizerischen Volkswirtschaft und der Prognose der Inflation aufgebaut. Um

neue Erkenntnisse und spezifische Umstände zu berücksichtigen, kommt es vor, dass sich die Modelle und Indikatoren sowie deren Gewichtung im Zeitablauf verändern. Modelle und Indikatoren können somit durchaus als "permanent work in progress" bezeichnet werden. Die intellektuelle Offenheit bei der Erstellung der Inflationsprognose soll garantieren, dass sämtliche relevanten Informationen via die Inflationsprognose Eingang in den Entscheidungsprozess finden.

Das Konzept der SNB ist durch einen geldpolitischen Freiraum innerhalb klarer Regeln gekennzeichnet. Die Regelbindung des Konzepts besteht darin, dass die SNB auf Inflationsgefahren reagiert, die sich aus der Inflationsprognose abzeichnen. Zeigt die Inflationsprognose unter der Annahme eines konstanten Zinssatzes eine dauerhafte Abweichung von der Preisstabilität an, so muss über kurz oder lang mit einer geldpolitischen Anpassung gerechnet werden. Der Freiraum des Konzeptes besteht darin, dass die SNB auf eine Abweichung nicht mechanisch reagiert, wie dies beim strikten Inflation Targeting der Fall wäre. Vielmehr hängt es vom wirtschaftlichen Umfeld ab, wie rasch die SNB die Anpassung der Zinssätze vornimmt, um die Rückkehr der Inflationsprognose in den Bereich der Preisstabilität sicherzustellen. Die SNB kann zudem auf Verzerrungen reagieren, deren Auswirkungen auf die Inflation erst jenseits des Horizonts der Inflationsprognose erwartet werden. Die Inflationsprognose spielt ferner eine wichtige Rolle in der Kommunikation und trägt somit wesentlich zur Transparenz der Geldpolitik bei. Die Prognose wird vierteljährlich anlässlich der geldpolitischen Lagebeurteilung publiziert.

### ***Zielband für den Dreimonatslibor als operatives Ziel***

Das dritte Element des neuen geldpolitischen Konzeptes ist ein Zielband für den Dreimonats-Libor als operatives Ziel der Geldpolitik (Libor: London Interbank Offered Rate). Das Zielband umfasst einen Prozentpunkt, wobei die SNB üblicherweise die Mitte des Zielbandes anstrebt. Das Zielband wird jeweils anlässlich der vierteljährlichen Lagebeurteilung überprüft und wenn nötig angepasst. Die SNB behält sich jedoch vor, eine Anpassung auch ausserhalb der offiziellen Termine vorzunehmen.

Das operative Ziel der SNB ist in dreierlei Hinsicht unüblich. Erstens hat der Referenzzinssatz eine Fristigkeit von drei Monaten und nicht wie bei den meisten andern Notenbanken von einem Tag oder einer Woche. Zweitens legt die SNB ein Zielband und nicht ein Punktziel fest. Und drittens bezieht sich das operative Ziel auf einen Zinssatz, der ausserhalb des Heimmarktes bestimmt wird.

Die Festlegung eines Zielbandes für den Dreimonatszins erlaubt es der SNB, die Liquiditätszufuhr temporär zu variieren und somit flexibel auf Störungen an den Finanzmärkten zu reagieren, ohne sogleich das operative Ziel anpassen zu müssen. Ein breites Zinsband ist aber auch darum notwendig, weil der Dreimonatssatz im Gegensatz zum Tagesgeldsatz von Zinserwartungen beeinflusst wird und somit nicht vollständig von der SNB kontrolliert werden kann. Der Libor wurde als Referenzzins gewählt, weil der Franken-Geldmarkt im Londoner Handel als sehr liquide und als nicht manipulierbar gilt.

### ***Kommunikation***

Im Rahmen des neuen Konzeptes wurde auch die Kommunikation verstärkt. Die SNB verwendet grosse Anstrengungen darauf, der Öffentlichkeit ihr Konzept und ihre laufende Politik zu erläutern. Kommunikationsplattformen sind die vierteljährlichen Lagebeurteilungen, an welchen die SNB ausführliche Pressemitteilungen mit dem aktuellen Zielband für den Dreimonatslibor sowie der dazugehörenden neuen Inflationsprognose veröffentlicht, das Quartalsheft, sowie Referate und Interviews von Mitgliedern des Direktoriums.

## **3. Erfahrungen mit dem neuen Konzept seit 2000**

Das neue Konzept hat sich in den vergangenen sieben Jahren in einem ereignisreichen Umfeld gut bewährt. Ich möchte nun die Geldpolitik seit 2000 kurz Revue passieren lassen und sie anschliessend mit einer hypothetischen Geldpolitik vergleichen, wie sie auf der Basis eines monetaristischen Konzepts möglicherweise geführt worden wäre.

Seit der Einführung des neuen Konzeptes lag die Inflation immer im Bereich der Preisstabilität. Das Ziel der Preisstabilität hat die SNB unter dem neuen Konzept erreicht. Es gilt somit vor allem zu beurteilen, wie die SNB auf die verschiedenen Schocks reagierte und wie sie ihren Freiraum nutzte.

Die Geldpolitik lässt sich seit der Einführung des neuen Konzepts in drei Phasen unterteilen: eine Straffung der Geldpolitik bis Mitte 2001, eine geldpolitische Expansion bis Mitte 2004 und eine dritten Phase der graduellen Normalisierung, in welcher wir uns auch heute noch befinden.

### ***Phase 1: Straffung***

Das neue Konzept wurde gleich zu Beginn einer Bewährungsprobe unterzogen. Anfangs 2000 zeigte sich, dass die Konjunkturerholung in der Schweiz deutlich kräftiger ausfallen würde als noch kurz zuvor erwartet. Innerhalb weniger Monate erhöhte die

SNB ihr Zinsziel in mehreren Schritten von 1,75% auf 3,5%. Die Inflationsprognosen zeigten in dieser Periode deutlich nach oben und überschritten zum Teil die Marke von 2%. Die rasche Anhebung des Dreimonatslibors stellte sich als kluge Entscheidung heraus, da sich der Wachstumsschub des Jahres 2000 im Nachhinein als noch stärker und breiter abgestützt erwies, als damals angenommen worden war. Durch die rasche Reaktion der Geldpolitik konnte ein Anstieg der Inflationsrate im Jahr 2001 über die Marke von 2% verhindert werden. Diese frühe Bewährungsprobe bot der SNB zudem die Gelegenheit, die Märkte bereits kurz nach der Einführung des neuen Konzeptes davon zu überzeugen, dass sie gewillt war, gegenüber der EZB eine autonome Geldpolitik zu verfolgen.

### ***Phase 2: Lockerung und Tiefzinspolitik***

Im Verlauf von 2001 nahmen die Konjunkturrisiken deutlich zu. Die rasche und starke Abkühlung der amerikanischen Konjunktur und der weltweite Rückgang der Aktienkurse drohten die Exportentwicklung in der Schweiz zu bremsen. Dies und der Rückgang des Erdölpreises veranlassten die SNB dazu, ihre Inflationsprognose nach unten zu revidieren. Schon im März 2001 beschloss die SNB daher eine erste Senkung des Zielbands für den Libor.

Nach den Terroranschlägen vom 11. September senkte die SNB bis Ende des Jahres 2001 das Zielband in drei Schritten um insgesamt 150 Basispunkte. Damit wollte sie den veränderten konjunkturellen Aussichten und der Aufwertung des Frankens begegnen. Im darauf folgenden Jahr 2002 senkte die SNB ihr Zinsziel zwei weitere Male um jeweils 50 Basispunkte auf noch 0,75%. Dieser Zinssatz war langfristig deutlich zu niedrig. Dies zeigte sich in Inflationsprognosen, welche gegen Ende des Prognosehorizontes über die Marke von 2,0% anstiegen. Ein striktes Inflation Targeting hätte in dieser Situation erfordert, dass die SNB ihr Zinsziel nicht hätte weiter senken dürfen, sondern es baldmöglichst wieder hätte anheben sollen.

Anfangs 2003 verschlechterten sich die wirtschaftlichen Aussichten jedoch erneut. Zudem kamen weltweit Deflationsängste auf. Ferner bestand die latente Gefahr einer Frankenaufwertung. Vor diesem Hintergrund beschloss die SNB an einer ausserordentlichen Lagebeurteilung am 6. März 2003, den angestrebten Zinssatz nochmals um einen halben Prozentpunkt auf noch 0,25% zu senken. Die Märkte wurden vom Ausmass und vom Zeitpunkt dieser Entscheidung überrascht. Im Rückblick erwies sich diese Massnahme als taktisch optimal gewählt: Das Signal der SNB war so stark, dass sich

der Franken über die nachfolgenden Monate kontinuierlich abschwächte. Es gelang der SNB in dieser kritischen Phase, ihre Geldpolitik deutlich expansiver zu gestalten, obwohl der Zinssatz praktisch bei Null war. Die SNB schätzte damals, dass ihr genügend Zeit verbleiben würde, den expansiven Kurs wieder zu korrigieren und mittelfristig Preisstabilität zu gewährleisten.

### ***Phase 3: Graduelle Normalisierung***

Als 2004 erste Anzeichen einer Besserung der Konjunktur sichtbar wurden, begann die SNB mit einer graduellen Anhebung des Libor-Zielbandes, und zwar vorerst in zwei Schritten zu jeweils 25 Basispunkten. Nachdem sich der Aufschwung jedoch im Verlaufe von 2004 wieder verlangsamte und der Franken wieder etwas an Stärke gewann, unterbrach die SNB den geldpolitischen Normalisierungsprozess für ein Jahr auf dem Niveau von 0,75%. Als die Wirtschaft 2005 wieder an Stärke gewann, setzte die SNB ihre Normalisierung der Geldpolitik fort. Die günstigen Inflationsaussichten erlaubten eine graduelle Anpassung mit Schritten zu je 25 Basispunkten.

Wir befinden uns heute noch immer in dieser Normalisierungsphase. Auch die jüngste Inflationsprognose vom Dezember 2006 zeigt noch immer einen tendenziellen Anstieg der prognostizierten Inflation während des Prognosehorizontes. Das neutrale Zinsniveau ist daher noch nicht erreicht.

### ***Vergleich mit einer streng monetaristischen Geldpolitik***

Wie hätte eine monetaristische Geldpolitik in dieser Periode ausgesehen? Um dies abzuschätzen, stütze ich mich auf die Wachstumsrate von M3. Ich wähle M3, weil die Notenbankgeldmenge nach 1999 aufgrund ihrer instabilen Nachfrage kaum weiterhin als monetäre Zielgrösse in Frage gekommen wäre; eine allfällige Weiterführung der Geldmengenpolitik hätte sich daher wohl auf M3 als Zwischenziel gestützt.

Eine streng monetaristische Geldpolitik, die sich ausschliesslich auf die Entwicklung der Geldmenge abgestützt hätte, wäre wohl deutlich anders verlaufen als die effektiv von der SNB verfolgte Politik unter dem neuen Konzept. Die Divergenz beginnt bereits im Jahr 2000, als die Geldmengen rückläufig waren. Die Geldmengenentwicklung stand damals nicht im Einklang mit der auf vollen Touren laufenden Konjunktur und gab keinerlei Hinweise darauf, dass die Geldpolitik restriktiver zu gestalten sei. Sie hätte im Gegenteil womöglich sogar eine noch expansivere Geldpolitik erlaubt. Eine streng monetaristische Geldpolitik wäre somit in dieser Phase wohl falsch gelegen. Sie hätte sehr

wahrscheinlich zu einer Überhitzung der Wirtschaft und zu einer Verletzung der Preisstabilität im Jahr 2001 geführt.

Die markanten Zinssenkungen auf nur noch 0,25% führten zu einem starken Anstieg der Geldaggregate: das Wachstum von M3 erreichte 2003 fast 10%, M2 wuchs zeitweise um 20% und M1 sogar um über 25%. Derartige Wachstumsraten wären in einem monetaristischen Konzept nicht akzeptabel gewesen und hätten eine sofortige Straffung der Geldpolitik zur Folge gehabt.

Insbesondere der letzte Expansionsschritt im März 2003 wäre unter einem strengen monetaristischen Konzept unmöglich gewesen. Im Nachhinein lässt sich jedoch feststellen, dass die aggressive Expansion der Geldpolitik und insbesondere auch die letzte Zinssenkung auf nahezu 0% aufgrund der vorhandenen Risiken gerechtfertigt waren. Eine restriktivere Geldpolitik 2002 und 2003 hätte möglicherweise im kritischen Jahr 2003 zum Abgleiten in eine Deflation geführt. Ziemlich sicher hätte aber eine restriktivere Geldpolitik die Konjunkturerholung gebremst.

Mit Beginn der Zinsnormalisierung 2004 wurde ein Rückgang der Geldmengenwachstumsraten beobachtet. Aktuell sind diese sehr moderat; M3 wuchs 2006 um nur 2,5%; M1 und M2 waren sogar leicht rückläufig. Eine rein monetaristische Geldpolitik hätte wohl ab Mitte 2006 keinen Anlass mehr für eine weitere Zinsnormalisierung gesehen. Es ist aber offensichtlich, dass die Konjunktur zur Zeit äusserst stark ist und dass die gegenwärtige Zinsnormalisierung notwendig ist, um die Preisstabilität in der langen Frist zu gewährleisten. Eine monetaristische Sichtweise würde somit auch in der aktuellen Lage zu falschen Schlüssen führen.

Insgesamt lässt sich festhalten, dass ein monetaristisches Konzept, das sich ausschliesslich auf die Geldmengen gestützt hätte, in den vergangenen sieben Jahren wohl mehrmals falsch gelegen wäre. Diese Feststellung darf allerdings nicht dahingehend interpretiert werden, dass die SNB die Geldmenge ignorieren sollte; die Geldmengenentwicklung stellt auch im neuen Konzept eine wichtige Informationsquelle dar. Der einseitige Fokus auf die Geldmenge wurde aber durch die Berücksichtigung eines breiten Sets an Modellen und Indikatoren ersetzt. Ich wage daher zu behaupten, dass das neue geldpolitische Konzept der SNB einer streng monetaristischen Geldpolitik deutlich überlegen ist.

## ***Rules vs. Discretion***

Ich möchte nun zum neuen Konzept zurückkommen und noch einige Überlegungen zur Balance zwischen regelgebundener und diskretionärer Geldpolitik im neuen Konzept anstellen. Die Regelgebundenheit der Geldpolitik war ein Grundanliegen der Monetaristen und gibt auch heute noch viel Anlass zur Diskussion.

Ein erster Grund, weshalb Monetaristen für eine streng regelgebundene Geldpolitik eintraten, liegt darin, dass bei nicht regelgebundener, also diskretionärer Geldpolitik immer die Gefahr des Missbrauchs besteht. Ich möchte argumentieren, dass dieses Risiko heute begrenzt ist.

Es stimmt, dass die SNB ihren Freiraum durch die lange Tiefzinsphase und die graduelle Normalisierung grosszügig ausgenutzt hat. Allerdings war dadurch das Ziel der Preisstabilität nicht gefährdet. Die aktuell sehr tiefe Inflationsrate und die günstigen Inflationsaussichten beweisen dies zweifellos. Die Warnung Karl Brunners vor Missbrauch und sein Eintreten für eine strenge Regelbindung hatten in den Siebzigerjahren durchaus ihre Berechtigung. Damals waren Notenbanken oft der verlängerte Arm des Finanzministeriums. Heutzutage sind jedoch die meisten Notenbanken institutionell unabhängig von ihren Regierungen und somit gegen die Forderungen der Politik immun. Unabhängigkeit ersetzt einen Teil der von den Monetaristen geforderten strikten Regelbindung und eröffnet einen gewissen Freiraum für Diskretion. Je grösser die Unabhängigkeit einer Notenbank von der Politik und somit ihre Glaubwürdigkeit, desto grösser ist ihr Freiraum für kurzfristige Stabilisierungspolitik.

Es gibt jedoch einen zweiten Grund, der auch heute noch gegen eine allzu diskretionäre Geldpolitik auch bei unabhängigen Zentralbanken spricht, nämlich die Unsicherheit. Die Geldpolitik sieht sich permanent einer grossen Unsicherheit gegenüber, welche insbesondere den aktuellen Zustand der Volkswirtschaft sowie den Transmissionsmechanismus betrifft. Zur Verringerung dieser Unsicherheit wurden in den vergangenen dreissig Jahren grosse Anstrengungen unternommen. Wir haben heute bedeutend mehr Indikatoren, die den Zustand einer Volkswirtschaft beschreiben. Ausserdem verfügen wir über bessere Kenntnisse des Transmissionsmechanismus und bessere Techniken der Modellierung von Volkswirtschaften. Trotz dieser Fortschritte ist die Unsicherheit in der Geldpolitik immer noch sehr hoch, da Volkswirtschaften inzwischen komplexer und offener geworden sind. Der Umgang mit dieser Unsicherheit wird heute als eine der grössten Herausforderungen für die Geldpolitik angesehen. Die Unsicherheit über die

aktuelle Wirtschaftslage und über den Transmissionsmechanismus der Geldpolitik verunmöglicht, ja verbietet sogar den Versuch einer ambitionierten Feinsteuerung der Konjunktur. Die Geldpolitik der SNB kann und wird daher auch unter dem neuen Konzept nie darauf ausgerichtet sein, jede kleine Konjunkturdelle auszubügeln. Vielmehr geht es in der Geldpolitik darum, auf grössere und persistente Abweichungen vom Gleichgewicht zu reagieren.

#### **4. Fazit und Ausblick**

Lassen Sie mich nun ein Fazit ziehen. Das neue Konzept erlaubte der SNB in den vergangenen sieben Jahren, entschieden auf eine Serie von positiven und negativen Schocks zu reagieren und den geldpolitischen Handlungsspielraum auszunutzen. Insbesondere gelang es der SNB in einer für die schweizerische Wirtschaft heiklen Situation, die Aufwertungstendenz des Frankens zu stoppen und den Weg für den heutigen Aufschwung zu ebnen, ohne langfristig die Preisstabilität zu gefährden. Das neue Konzept hat sich somit zweifellos bewährt.

Es stellt sich nun die Frage, ob das neue Konzept zwangsläufig eine Garantie für eine weiterhin erfolgreiche Geldpolitik darstellt. Das neue Konzept stellt selbstverständlich keine derartige Garantie dar. Kein Konzept kann geldpolitische Fehler ausschliessen. Das neue Konzept gibt aber einen geeigneten Rahmen für die Geldpolitik vor, der bedeutend flexibler und breiter abgestützt ist als derjenige des früheren Geldmengenkonzeptes. Mit ihm ist die SNB gut für alle möglichen Entwicklungen gerüstet. Geldpolitik bleibt aber eine sehr anspruchsvolle Aufgabe. Die SNB darf sich daher nicht auf den in den vergangenen Jahren erworbenen Lorbeeren ausruhen, sondern muss ihre Geldpolitik weiterhin mit höchster Sorgfalt und Wachsamkeit führen. Dazu braucht die SNB einerseits hochqualifizierte Ökonomen, welche nach wissenschaftlichen Methoden modellbasierte Grundlagen für die geldpolitischen Entscheide bereitstellen. Andererseits braucht es auch die Entscheidungsträger, welche die modellbasierten Resultate mit ihrem "judgment" und Erfahrungsschatz ergänzen, um daraus die richtigen Schlüsse zu ziehen. Diese Kombination von modellbasierter Analyse und "judgment" war es übrigens, welche Jürg Niehans meinte, als er von der Geldpolitik sagte, sie sei letztlich auch eine Kunst.

Zum Schluss möchte ich noch einige Überlegungen zur aktuellen geldpolitischen Lage anstellen. In meinen Ausführungen zum Konzept habe ich darauf hingewiesen, dass die SNB ihre Geldpolitik in erster Linie an der mittel- und langfristigen Inflationsentwicklung

ausrichtet. Hin und wieder geäußerte Mutmassungen, dass die SNB wegen der momentan tiefen Inflationsrate keinen weiteren Handlungsbedarf mehr hat, sind daher nicht angebracht.

Die SNB sieht im Moment, trotz einer aktuellen Jahreststeuerung von praktisch 0%, keinen Anlass, von ihrer Politik der graduellen Normalisierung abzurücken. Dafür gibt es mehrere Gründe. Zum einen ist die sehr tiefe Inflation vor allem Ausdruck des Rückgangs des Ölpreises. Die von der SNB berechneten Kernteuerungsraten liegen im Moment bei rund 1%. Zum anderen nimmt der Inflationsdruck beim relevanten Horizont von drei Jahren unter der Annahme einer unveränderten Geldpolitik immer noch zu. Grund dafür ist das anhaltend starke Wirtschaftswachstum in der Schweiz. Obwohl sich das Potentialwachstum aufgrund verschiedener Liberalisierungsschritte in den vergangenen Jahren sehr wahrscheinlich etwas erhöht hat, dürfte das aktuelle Wirtschaftswachstum über dem Potentialwachstum liegen und somit mittelfristig Aufwärtsdruck auf die Inflation ausüben. Ferner wirkt auch der zur Schwäche neigende Franken über die Zeit inflationär. Die Abschwächung verteuert unsere Importe und wirkt in der Exportwirtschaft expansiv. Weitere Indikatoren, die uns in unserer Ansicht bestärken, sind die Wirtschaftsbelebung in Deutschland, dem Hauptabnehmer unserer Exporte, sowie das robuste Kreditwachstum im Inland. Eine vernünftige Normalisierung des Zinsniveaus in der Schweiz über die nächste Zeit verhindert, dass später allenfalls die Zinsen viel stärker angehoben werden müssten. Bei diesen Aussagen ist zu beachten, dass sie immer aus heutiger Sicht gemacht werden. Es liegt in der Natur der Geldpolitik, dass häufig Schocks auftreten, die eine Anpassung der bisherigen Einschätzungen verlangen.

Ich hoffe, dass ich Sie mit meinen Ausführungen von den Vorteilen des geldpolitischen Konzepts der SNB überzeugen konnte. Zudem hoffe ich auch, die richtige Balance zwischen der Länge meines Vortrages und den Opportunitätskosten Ihrer Zeit gefunden zu haben.

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!