Zeitschrift: Schweizer Monatshefte : Zeitschrift für Politik, Wirtschaft, Kultur

Herausgeber: Gesellschaft Schweizer Monatshefte

Band: 70 (1990)

Heft: 7-8

Artikel: Geldpolitik : welche Strategie? : Überlegungen zur schweizerischen Geldpolitik der achtziger Jahre

Autor: Buomberger, Peter / Capitelli, René

DOI: https://doi.org/10.5169/seals-164784

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Mehr erfahren

Conditions d'utilisation

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. En savoir plus

Terms of use

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. Find out more

Download PDF: 15.07.2025

ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, https://www.e-periodica.ch

Peter Buomberger / René Capitelli

Geldpolitik — welche Strategie?

Überlegungen zur schweizerischen Geldpolitik der achtziger Jahre

Die Schweizerische Nationalbank ist in den letzten Jahren in die Schusslinie der Kritik geraten. Die Hauptelemente der Kritik können wie folgt zusammengefasst werden:

— Die Teuerung in der Schweiz hat sowohl im historischen wie im internationalen Vergleich stark zugenommen. Die Schweiz steht nicht mehr als Musterknabe für Preisstabilität da. Bereits seit 1984 liegt die schweizerische Inflationsrate regelmässig über derjenigen der Bundesrepublik Deutschland und seit jüngerer Zeit sogar über derjenigen Frankreichs und den USA.

— Die Reaktion der Nationalbank auf die gestiegenen Teuerungsraten kam zwar spät, aber dafür um so massiver. Es wird behauptet, der geldpolitische Restriktionsgrad der Nationalbank sei zu restriktiv, treibe die Zinssätze auf extreme Höhen und heize damit nicht nur die Teuerung zusätzlich an, sondern beinhalte auch die latente Gefahr eines wirtschaftlichen Rückschlags in der Schweiz.

— Es wird der Nationalbank vorgeworfen, sie habe heute kein durchschaubares geldpolitisches Konzept mehr wie in den siebziger Jahren. Die Geldmengenziele werden seit Mitte der achtziger Jahre laufend verfehlt. Zeitweise werden andere Ziele — wie Wechselkursziele oder Zinsziele — verfolgt. Die Wirtschaft beklagt sich darüber, dass das heutige Konzept der Nationalbank keine verlässliche Orientierungshilfe mehr darstelle. Es bestünde grosse Unsicherheit über den geldpolitischen Kurs der Nationalbank, wodurch der Wirtschaft unnötige Risiken aufgeladen werden.

Dieser Beitrag untersucht die Geldpolitik der Nationalbank in den achtziger Jahren, aufbauend auf den neueren Erkenntnissen der Geldtheorie und aufgrund einiger empirischer Ergebnisse. Ziel dieses Artikels ist es, Lehren für die Geldpolitik der neunziger Jahre abzuleiten.

Möglichkeiten und Grenzen der Geldpolitik

Die Möglichkeiten und Grenzen der Geldpolitik sind ein vielseitiges und auch ein kontroverses Thema. Trotzdem haben sich im vergangenen Jahr-

zehnt einige Erkenntnisse und Erfahrungen durchgesetzt, die heute als relativ gesichert gelten

Reale und monetäre Wirkungen der Geldpolitik

Als gesichert gilt, dass die Geldpolitik — definiert als Veränderungen der Geldmenge, welche die Notenbank der Wirtschaft zur Verfügung stellt — Wirkungen hat sowohl auf reale wie monetäre volkswirtschaftliche Grössen. Bei den realen Grössen stehen die Wirkungen auf die Produktion und Beschäftigung im Vordergrund. Bei den monetären Grössen sind es vor allem die Wirkungen auf die Zinssätze und Wechselkurse sowie auf das Preisniveau, bzw. die Inflationsrate. Abstrahiert wird im Moment von den Wirkungen sekundärer Natur, also den Wirkungen, die beispielsweise von Veränderungen der Inflationsraten auf die Produktion ausgehen.

Beginnen wir mit den Wirkungen der Geldpolitik auf die Produktion und die Beschäftigung oder den Konjunkturzyklus ganz allgemein. In der Nationalökonomie besteht eine relativ grosse Übereinstimmung darüber, dass eine restriktive Geldpolitik — d.h. eine Verminderung der sich im Umlauf befindlichen Geldmenge — die Produktion und die Beschäftigung dämpft und dass eine expansive Geldpolitik die Produktion und die Beschäftigung stimuliert. Über die Wirkungsverzögerung besteht weniger Konsens. Die einen sprechen von einem *«lag»* von einem halben Jahr, die anderen rechnen mit bis zu zwei Jahren. Es gibt zwar eine Lehrmeinung in der Geldtheorie, derzufolge die Geldpolitik selbst kurzfristig nicht auf die Produktion und die Beschäftigung wirkt. Vereinzelte empirische Untersuchungen behaupten, die Gültigkeit der These für die Schweiz nachweisen zu können. Diese Arbeiten überzeugen aber nicht, und es ist noch viel Forschungsarbeit zu leisten, bis die These der Superneutralisten, wie sie von Prof. Niehans bezeichnet werden, empirisch seriös untermauert werden kann.

Die Geldtheorie lehrt uns auch, dass die Auswirkungen der Geldpolitik auf die Beschäftigung und die Produktion um so geringer sind, je besser die Veränderungen der Geldpolitik von der Wirtschaft vorausgesehen werden können. Das bedeutet, dass vor allem unerwartete Veränderungen der Geldmenge reale Effekte nach sich ziehen, während systematische, voraussehbare geldpolitische Aktionen eher geringe reale Auswirkungen haben. Folglich hat die während einer Rezession erhöhte Geldmenge nur eine geringe reale Wirkung, weil sie allgemein erwartet wird. Dieses Ergebnis wird in der Literatur häufig als Irrelevanz einer systematischen Geldpolitik bezeichnet (Barro, 1984); es stimmt mit der empirischen Beobachtung überein, dass keine systematische Beziehung — zwischen dem Wachstum der Geldmenge und dem Wachstum der realen Wirtschaft besteht. Auch längerfristig besteht zwischen der Geldmenge und dem realen Wachstum

einer Volkswirtschaft keine klar definierbare Beziehung, eine empirische Beobachtung, die mit der neuen Geldtheorie übereinstimmt. Das mittel- bis langfristige Wachstum einer Volkswirtschaft kann mit geldpolitischen Mitteln weder stimuliert noch gedämpft werden, da es vor allem von realen Faktoren abhängt, wie der Ausstattung einer Volkswirtschaft mit Kapital, Arbeitskräften, natürlichen Ressourcen oder technischem Fortschritt.

Der Einfluss von Geldmengenveränderungen auf die Zinssätze und die Wechselkurse kann im ähnlichen Rahmen diskutiert werden. Mittel- bis langfristig — so zeigen theoretische wie empirische Untersuchungen — kann mit der Geldpolitik weder der reale Zinssatz noch der reale Wechselkurs beeinflusst werden. Dennoch ist die Geldpolitik in bezug auf monetäre Variablen ebenfalls nicht «superneutral». Kurzfristig bewirkt eine expansive Geldpolitik eine Senkung von Zinsen sowie eine Abwertung der einheimischen Währung und eine restriktive Geldpolitik eine Erhöhung der Zinssätze und eine Aufwertung der einheimischen Währung. Die Stärke der Auswirkung hängt aber wiederum davon ab, ob die Veränderungen der Geldpolitik antizipiert sind oder nicht. Im Falle einer antizipierten Änderung der Geldpolitik sind die Auswirkungen auf die Zinssätze und Wechselkurse geringer. Die nominalen Zinssätze und Wechselkurse können von der Geldpolitik allerdings auch mittel- bis langfristig beeinflusst werden — unabhängig davon, ob die Geldmengenveränderungen antizipiert sind oder nicht. Um dies darzustellen, muss zuerst auf die Zusammenhänge zwischen Geldpolitik und Inflation hingewiesen werden.

Wissenschaftlich am besten fundiert — sowohl in der Theorie wie in der Empirie — ist der Zusammenhang zwischen Geldpolitik und Inflation. Keine akzeptable Inflationstheorie kommt heute darum herum, den langfristigen, trendmässigen Zusammenhang zwischen Geldmengenentwicklung und Preisniveauentwicklung zu berücksichtigen, d.h. man kann mit grosser Wahrscheinlichkeit damit rechnen, dass eine expansive Geldpolitik inflationäre Folgen hat. Auf der anderen Seite hat jemand, der Inflation ohne Berücksichtigung der Geldpolitik zu erklären versucht, heute wissenschaftlich gesehen einen schweren Stand.

Damit können wir die Diskussion um den mittel- bis langfristigen Zusammenhang zwischen Geldpolitik und nominalen Zinssätzen und Wechselkursen wieder aufnehmen. Eine expansive Geldpolitik führt über steigende Inflationsraten mittel- bis langfristig immer zu höheren nominalen Zinsen und zu einer abwertenden einheimischen Währung. Auch dieser Zusammenhang ist vielfach für verschiedene Länder empirisch untermauert worden. Somit haben wir mittelfristig genau die konträre Wirkung der Geldpolitik als kurzfristig, eine Tatsache, die in der geldpolitischen Diskussion immer wieder Verwirrung gestiftet hat.

Implikationen für die Geldpolitik

Wenn der Geldpolitik tatsächlich eine Rolle bei der Entwicklung der wichtigsten realen und monetären Variablen einer Volkswirtschaft zukommt, erscheint es naheliegend, die Geldpolitik aktiv zur Beeinflussung des Realwachstums oder der Zinssätze und der Wechselkurse einzusetzen. Häufig wird deshalb vorgeschlagen, die Notenbanken sollen mittels einer Veränderung der Geldmenge den Gang der Wirtschaft beeinflussen. Eine solche aktivistische Geldpolitik ist aber mit einigen Tücken und Problemen verbunden, obwohl sie natürlich verlockend ist und von verschiedenen geldpolitischen Behörden auch immer wieder eingesetzt wird. Die Problematik einer aktivistischen Geldpolitik lässt sich in zwei Punkte zusammenfassen:

a) Die praktische Erfahrung mit einer aktivistischen Geldpolitik in verschiedenen Ländern zeigt deutlich, dass die erzielten Resultate enttäuschend sind. Da man über die genaueren Wirkungsverzögerungen relativ wenig weiss, erfolgte eine konjunkturpolitisch motivierte Veränderung der Geldpolitik meistens nicht im richtigen Zeitpunkt oder war im Ausmass nicht adäquat. So wurde beispielsweise häufig versucht, mit einer expansiven Geldpolitik die Konjunktur zu beleben. Wie aufgrund der theoretischen Überlegungen zu erwarten, ergab sich vorerst eine Belebung der Wirtschaft; diese mündete aber schlussendlich lediglich in eine Inflation, häufig gar in eine Stagflation.

b) Einzig im Bereich der Inflationsbekämpfung hat sich die Geldpolitik als taugliches Instrument erwiesen. Die Erfahrungen in verschiedenen Ländern haben gezeigt, dass mit einer entsprechenden monetären Restriktion die Inflation erfolgreich bekämpft werden kann. Auch die achtziger Jahre haben gezeigt, dass die Inflation — genau wie in früheren Jahrzehnten — grundsätzlich ein monetäres Phänomen ist und deshalb auch nach monetärer Abhilfe verlangt. Bestätigt hat sich aber auch die Erkenntnis, dass eine restriktive Geldpolitik zunächst auf die Produktion und Beschäftigung wirkt, bevor die Wirkungen auf die Preise einsetzen.

Welche Leitregeln ergeben sich nun aus dieser Erfahrung für die Geldpolitik?

Die erste und oberste Regel muss die *Stetigkeit* sein. Nur eine weitgehend verstetigte Geldpolitik gewährleistet, dass sie nicht selbst zum Störfaktor für die Wirtschaft wird. Eine aktivistische Geldpolitik ist aufgrund der theoretischen Überlegungen und der praktischen Erfahrung abzulehnen. Die zweite Regel muss die klare *Ausrichtung der Geldpolitik auf die Stabilität* der Preise beinhalten. Inflation ist wegen der mit ihr verbundenen allokativen Effekte eine der grössten Gefahren für eine gesunde volkswirtschaftliche Entwicklung. Nur Länder mit niedrigen Inflationsraten wei-

sen im allgemeinen eine prosperierende Wirtschaft auf. Inflation ist zudem eines der ungerechtesten Übel einer Volkswirtschaft, weil sie durch den willkürlichen Verteilungseffekt prinzipiell die Vermögensverteilung negativ beeinflusst. Länder mit hohen Inflationsraten haben oft eine extrem ungleiche Einkommensverteilung. Andere Zielsetzungen der Geldpolitik, wie die Steigerung des Realwachstums oder der Beschäftigung, müssen in den Hintergrund treten. Die dritte Regel lautet, die Geldpolitik muss ein *einfaches, von der Wirtschaft durchschaubares Konzept aufweisen.* Die Geldpolitik darf für die Wirtschaft nicht zu einem zusätzlichen Unsicherheitsfaktor werden. Was bedeuten diese Leitregeln nun konkret für die Strategie der Geldpolitik?

Alternative Strategien der Geldpolitik

Wie wir gezeigt haben, soll die Geldpolitik primär für ein stabiles Preisniveau besorgt sein. Aus praktischen Gründen wird man die Geldpolitik aber nur selten direkt auf das Preisniveau beziehen. Da die Wirkungsverzögerung von der Geldpolitik zum Preisniveau zu lang ist, muss eine geldpolitische Strategie oft anhand geeigneter Zwischenziele formuliert werden. Solche Zwischenziele können der Zinssatz, eine Geldmenge oder der Wechselkurs sein.

Welches ist die beste geldpolitische Strategie?

In seinem klassischen Artikel zeigt Poole (1970), dass die Wahl zwischen einem Zins- und einem Geldmengenziel davon abhängt, ob die wirtschaftlichen Störungen mehrheitlich im Finanz- oder Gütermarkt auftreten. So kompliziert diese Aussage klingen mag, so einfach lässt sie sich anhand einer Geldnachfragestörung illustrieren. Bei einer Geldmengenpolitik führen Störungen der Geldnachfrage zu Fluktuationen des Zinssatzes. Diese Zinssatzschwankungen beeinflussen ihrerseits das Ausgabeverhalten der Konsumenten und Investoren, so dass sich die ursprünglichen Geldnachfragestörung auf die reale Seite der Wirtschaft (Güter- und Arbeitsmarkt) überträgt. Bei einer Zinssatzpolitik wird der reale Wirtschaftssektor von dieser Geldnachfragestörung abgeschottet. Nur das Geldangebot reagiert auf die Geldnachfragestörung.

Völlig analog lässt sich zeigen, dass bei Störungen des Gütermarktgleichgewichts — z.B. aufgrund von Zufallsschwankungen des Spar- und Investitionsverhaltens — besser die Geldmenge als der Zinssatz fixiert wird. Nicht ersichtlich ist aus der Darstellung von Poole, dass die Zinsregel unter gewissen Umständen das Preisniveau destabilisiert. So führt beispielsweise ein exogen bedingtes Ansteigen des Preisniveaus zu einem pro-

portionalen Anstieg der nominalen Geldnachfrage. Um den dadurch verursachten Druck auf den Zinssatz zu kompensieren, muss das Geldangebot bei einer Zinssatzpolitik erhöht werden. Das gestiegene Preisniveau wird damit aber automatisch durch die Geldpolitik akkommodiert. Ein Zinsziel kann deshalb dazu führen, dass die Geldpolitik Kostenfluktuationen oder Änderungen der Inflationserwartungen vollständig sanktioniert, was nicht erwünscht ist.

Obwohl sich der Zinssatz aufgrund dieser Unzulänglichkeit nicht als geldpolitische Zielgrösse aufdrängt, hat die Analyse von Poole zahlreiche Denkanstösse vermittelt. Dies gilt insbesondere für die Beurteilung einer Wechselkursstrategie im Vergleich zu einem direkten Geldmengenziel. Es lässt sich beispielsweise zeigen, dass es immer dann vorteilhafter ist, den Wechselkurs zu fixieren, wenn die wirtschaftlichen Störungen dem Finanzmarkt entspringen. Ist eine Wirtschaft anderseits anfälliger auf Schocks im realen Bereich, so hängt der Entscheid davon ab, ob vor allem Nachfrage- oder Angebotsstörungen dominieren. Während bei realwirtschaftlichen Angebotsstörungen ein Wechselkursziel günstiger ist, verlangen reale Nachfragestörungen nach einem Geldmengenziel.

Als Fazit können wir festhalten: Wenn die Störungen ausschliesslich dem Finanzmarkt entspringen, ergibt sich im Rahmen der ökonomischen Theorie ein klares und eindeutiges Resultat. In diesem Fall ist es besser, die Schwankungen des Wechselkurses zu stabilisieren und nicht jene eines monetären Aggregats. Treten anderseits die Schocks im realen Bereich der Wirtschaft auf, so lässt sich die Vorteilhaftigkeit eines Wechselkurs- oder Geldmengenzieles nicht ohne genauere Kenntnisse über den Ursprung der Störung bestimmen.

Die schweizerische Geldpolitik im Lichte der theoretischen Erkenntnisse

Die SNB-Politik 1973—1979

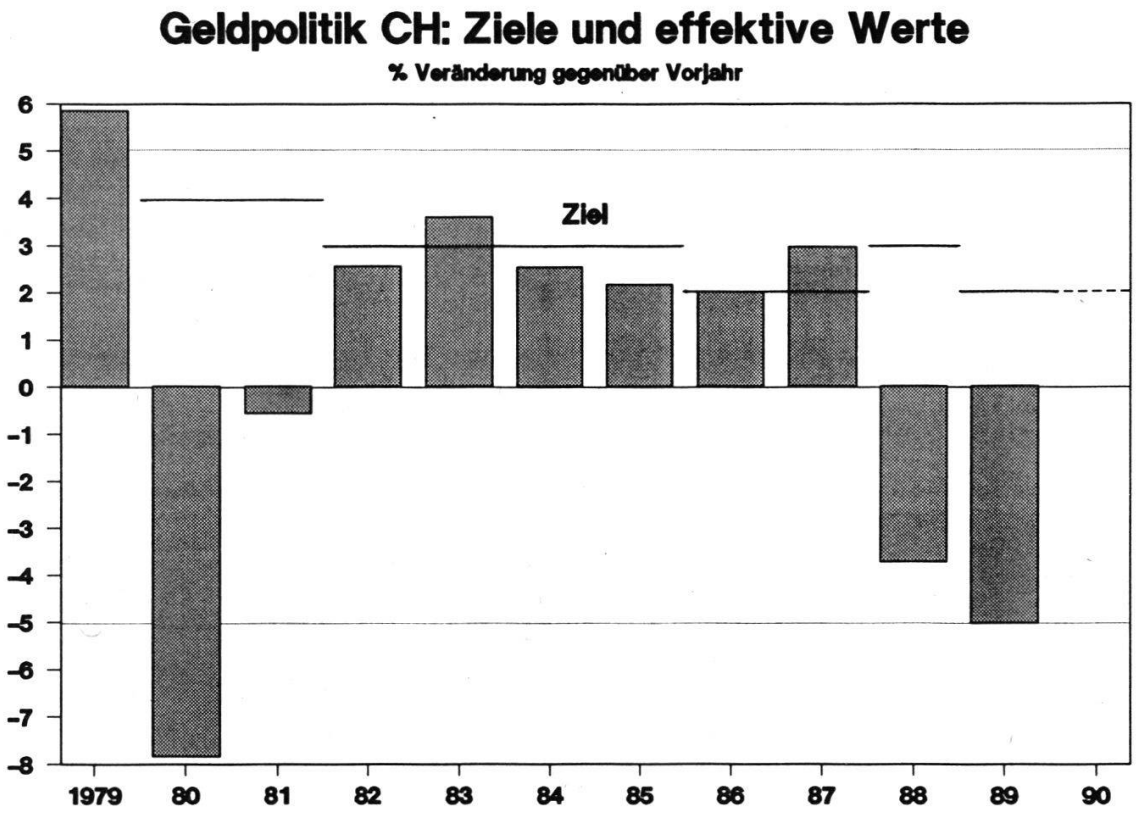
Erst mit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen im Jahr 1973 war die Schweizerische Nationalbank (SNB) in der Lage, eine eigenständige Geldpolitik zu betreiben. Im Bestreben, die hohen Inflationsraten von 1973/74 zu reduzieren, wählte die SNB von Beginn weg als Zwischenzielvariable ein monetäres Aggregat. Sie orientierte sich in einer ersten Phase an der Wachstumsrate der Geldmenge M1, deren Zielwert von 6% sie im Zeitraum 1975—1977 problemlos einhalten konnte. Die Früchte dieser Politik, konnte die SNB relativ rasch ernten: Die Inflationsrate reduzierte sich ausgehend von 9,8% im Jahre 1974 auf etwa 2,7% im Durchschnitt der Jahre 1975—1978.

Nachdem sich der Schweizer Franken ab Frühjahr 1977 gegenüber dem Dollar und der DM kontinuierlich aufwertete, liess die Nationalbank im Jahre 1978 ein Wachstum der Geldmenge M1 von etwa 17% zu und änderte offiziell ihre geldpolitische Strategie. Im Herbst 1978 kündigte sie an, den Preis für 100 DM inskünftig deutlich über 80 Schweizer Franken zu halten. Obwohl die Inflationsraten aufgrund dieses geldpolitischen Kurswechsels signifikant anzogen, ersparte die SNB der schweizerischen Wirtschaft durch diesen Strategiewechsel eine Rezession. Bereits 1979 belebte sich nämlich die Schweizer Wirtschaft von neuem, und es resultierte nach nur einem Jahr Nullwachstum eine Zunahme des realen BSP von knapp 2,5%. Da zugleich der Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken nachliess, kehrte die SNB Ende 1979 zu ihrer ursprünglichen Geldmengenstrategie zurück. Als Zwischenzielvariable wählte sie allerdings nicht mehr die Geldmenge M1, sondern die monetäre Basis. Dieser Wechsel drängte sich auf, weil die Nachfrage nach M1 in der Zwischenzeit äusserst instabil wurde. Vor allem die stark schwankenden Wechselkurserwartungen der Marktteilnehmer haben zu diesem Phänomen beigetragen. Da anderseits die Nachfrage nach Zentralbankgeld weniger sensitiv auf Wechselkurserwartungen reagierte und deshalb auch besser prognostizierbar war, drängte sich der Übergang zur monetären Basis als Zwischenzielvariable auf. Die SNB hat sich in jener Periode offensichtlich stark an das ökonomische Lehrbuch gehalten.

Die SNB-Politik 1979—1983

Die neue Zwischenzielvariable hat die SNB bis heute beibehalten, aber öfters nicht eingehalten (vgl. Graphik 1). Sowohl in der Periode 1980/81 als auch in der jüngsten Vergangenheit (1988 bis heute) wich sie substantiell von ihren Zielwerten ab. Die negativen Wachstumsraten der monetären Basis im Zeitraum 1980/81 waren wechselkursbedingt. Nachdem die deutsche Währung im Jahre 1980 die Grenze von 90 Schweizer Franken pro 100 DM deutlich überschritt, stützte die SNB unsere Währung. Diese Politik reduzierte die monetäre Basis (Geldangebot), erhöhte die Zinssätze und wirkte der erneuten Beschleunigung der Inflationsrate entgegen. Obwohl damit auch das Realwachstum der Schweizer Wirtschaft gebremst wurde, hatte die SNB eine relativ glückliche Hand. Insbesondere war der darauffolgende rezessive Einbruch von 1982 nur von kurzer Dauer und nicht so ausgeprägt wie beispielsweise jener von Deutschland, wo eine ähnliche geldpolitische Strategie verfolgt wurde.

Insgesamt betrachtet darf der SNB für die Zeitperiode 1977—1983 deshalb im internationalen Vergleich, vor allem aber gegenüber unserem wichtigsten Handelspartner, der Bundesrepublik Deutschland, ein gutes Zeugnis ausgestellt werden. Es gelang der SNB, die schweizerische Inflations-



Graphik 1

rate bei einem Wachstum der Wirtschaft von jährlich rund 1,6 % auf durchschnittlich 3,6 % zu senken. Die Bundesrepublik Deutschland wies im gleichen Zeitraum zwar im Durchschnitt eine marginal höhere Wachstumsrate des realen BSP von 1,8 % auf, doch musste sie anderseits mit einer jährlichen Inflationsrate von durchschnittlich 4,4 % leben.

Der Erfolg der Schweizerischen Nationalbank muss vorwiegend auf folgende Faktoren zurückgeführt werden: Dank der Tatsache, dass die SNB ihre geldpolitische Strategie ausdrücklich auf das mittel- bis längerfristige Endziel eines stabilen Preisniveaus ausrichtete, hat die Öffentlichkeit kurzfristige Zielabweichungen weitgehend ignoriert. Die SNB war deshalb auch nicht sonderlich genötigt, solche Zielabweichungen zu erklären. Da zudem die angekündigten Zielwerte in der Vergangenheit meistens eingehalten wurden, hatten die Marktteilnehmer Vertrauen in die gewählte geldpolitische Strategie. Die für den geldpolitischen Erfolg so dringend benötigte Glaubwürdigkeit der Zentralbank blieb unangetastet. Auch externe Faktoren haben zum Erfolg der SNB in der Zeitperiode 1977—1983 beigetragen. Die Schweizerische Nationalbank hat davon profitiert, dass bis auf die erwähnten Ausnahmen (Periode 1978/79 und 1980/81) keine grossen

Probleme zwischen der Entwicklung an der Wechselkursfront und ihrer Geldmengenstrategie auftraten. Dies war deshalb der Fall, weil die Deutsche Bundesbank eine ähnliche Geldpolitik mit dem Ziel der Inflationsbekämpfung wie die SNB betrieb und der Markt deshalb erwartete, dass auf jede substantielle Änderung des SFr./DM-Kurses eine entsprechende Intervention der Notenbanken folgen würde. Das Verhalten der Deutschen Bundesbank wirkte quasi als Puffer, welcher die Schweiz gegenüber internationalen Finanzmarktstörungen abfederte. Die SNB war deshalb nie wirklich gezwungen, ihre Geldmengenstrategie zugunsten einer permanenten Wechselkursstrategie zu überdenken. Wie der nächste Abschnitt zeigt, rächte sich dieser Mangel aber gerade in der jüngsten Vergangenheit.

Die SNB-Politik ab 1984

Die Geldmengensteuerung der Schweizerischen Nationalbank wurde ab 1984 durch die Einführung des neuen Interbanken-Zahlungssystems SIC auf Mitte 1987, den Aktienkurssturz im Oktober des gleichen Jahres sowie die Einführung der neuen Liquiditätsvorschriften im Bankensektor auf Anfang 1988 erschwert. Nachdem die internationalen Börsen im Oktober 1987 ihren grössten Einbruch seit den dreissiger Jahren erlebten, versorgte die SNB die schweizerische Volkswirtschaft grosszügig mit Liquidität. In der Folge kam es weder zu den erwarteten Zinssatzsteigerungen noch zu der allgemein befürchteten Rezession.

Die SNB hatte sich allerdings ein anderes Problem eingehandelt: Aufgrund des neuen Interbanken-Zahlungssystems SIC und der revidierten Liquiditätsvorschriften kam es praktisch gleichzeitig zu einer drastischen Reduktion der Geldnachfrage der Banken. Der nach dem Aktienkurssturz geschaffene Geldüberhang der SNB wurde dadurch vervielfacht, so dass die Zinssätze im kurzfristigen Laufzeitbereich anfangs 1988 weit unter 2% sanken. Zu spät bemerkte die SNB, dass ihre Geldversorgung zu expansiv war und sie dadurch ein nicht mehr rechtzeitig abzuschöpfendes Inflationspotential geschaffen hatte. Das kommt in Graphik 1 allerdings nicht richtig zum Ausdruck. Da die Geldnachfrage der Banken bzw. ihre Giroguthaben bei der SNB nach der Einführung des SICs und der neuen Liquiditätsvorschriften drastisch sanken, hat sich die monetäre Basis entsprechend reduziert. Die deutliche Unterschreitung des Zielwertes für die monetäre Basis im Jahre 1988 spiegelt deshalb nicht einen erhöhten Restriktionsgrad der SNB wider, sondern praktisch ausschliesslich den durch das SIC und die neuen Liquiditätsvorschriften verursachten Rückgang der Geldnachfrage der Banken. Trotz sinkender monetärer Basis war deshalb die Geldpolitik der SNB mindestens bis im Spätsommer 1988 zu expansiv.

Heute haben wir mit den Konsequenzen jener Politik zu leben. So ist beispielsweise die schweizerische Inflationsrate ab Herbst 1989 sprunghaft

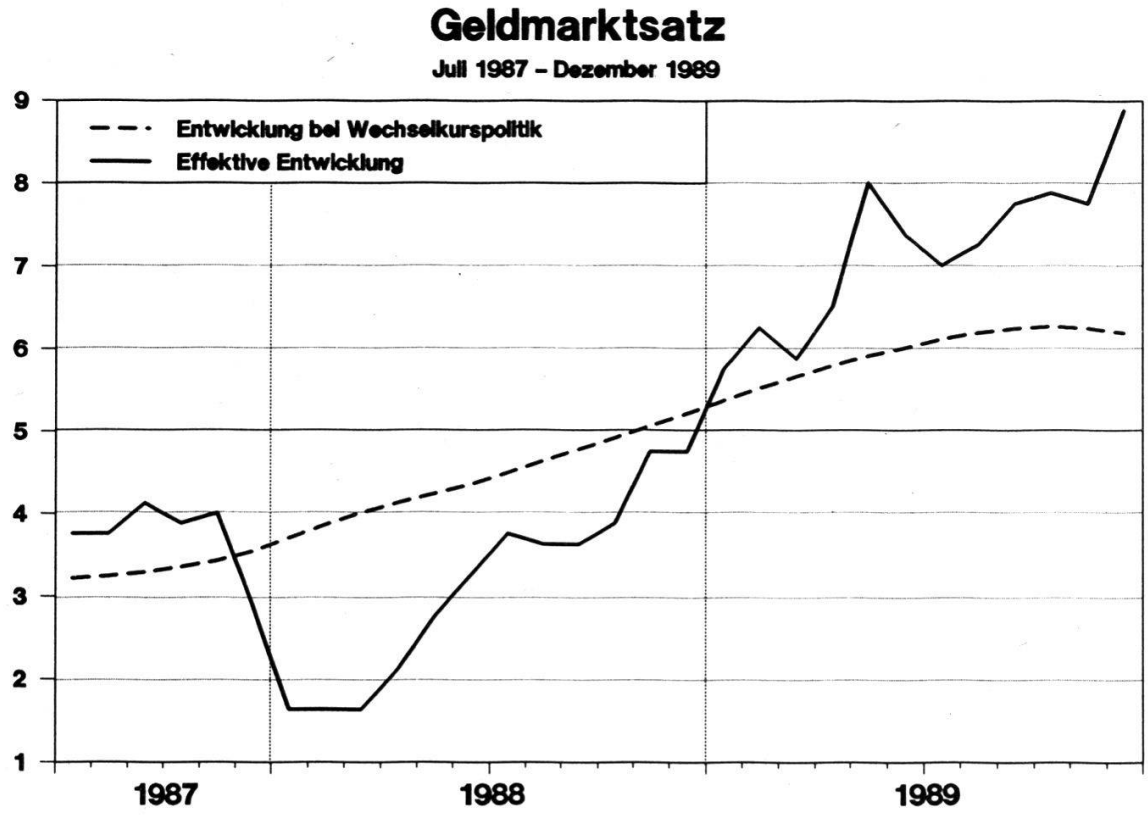
gestiegen und hat inzwischen die 5%-Marke überschritten. Parallel dazu war die SNB zu einer restriktiven Überreaktion gezwungen, so dass sie ihr Geldmengenziel bis heute nicht einzuhalten vermochte. Die verspätete Reaktion der SNB hat uns ein im historischen Ablauf hohes Zinsniveau beschert (3-Monats-Eurofrankensätze im 1. Quartal 1990 über 9%), die Probleme im Hypothekar- und Wohnungsmarkt verschärft sowie die Bekämpfung der sich ab 1988 abzeichnenden Überhitzungserscheinungen in der schweizerischen Volkswirtschaft verzögert.

Unverständlich ist aus theoretischer Sicht, weshalb die SNB nach Einführung des SICs weiterhin an ihrer geldmengenorientierten Strategie festhielt und für das Jahr 1988 sogar noch einen Zielwert der monetären Basis von 3% ankündigte. Nachdem das ausländische Umfeld weder von SIC noch den neuen Liquiditätsvorschriften betroffen wurde und deshalb im Gegensatz zum inländischen Umfeld relativ stabil blieb, hätte sich ein Strategiewechsel zu einem Wechselkursziel geradezu aufgedrängt. Die Erkenntnisse der ökonomischen Theorie, welche im Falle von Veränderungen im Finanzmarkt anstelle einer geldmengenorientierten Strategie eine Stabilisierung der Wechselkursschwankungen empfehlen, hat die SNB sowohl im Falle des SICs, des Börsensturzes als auch der neuen Liquiditätsvorschriften leider ignoriert.

Es lässt sich aufgrund von Simulationsrechnungen zeigen, dass die Inflationsrate in der Schweiz heute tatsächlich viel kleiner wäre, wenn die SNB nach Einführung des SICs den nominalen effektiven Wechselkurs des Schweizer Frankens stabilisiert hätte. Selbst ein vorübergehendes Orientieren am SFr.-Geldmarkt-Zinsniveau hätte ein besseres Endergebnis garantiert.

Diese Aussagen basieren auf einem kleinen makroökonomischen Modell für die Schweiz (1987—1989). Das Modell umfasst insgesamt fünf Variablen, nämlich den nominalen effektiven Wechselkurs des Schweizer Frankens, den 3-Monats-Eurofrankensatz, die monetäre Basis, das reale, saisonbedingte Sozialprodukt sowie den schweizerischen Konsumentenpreisindex (vgl. dazu Buomberger und Capitelli, 1990) Das Modell widerspiegelt die effektive Entwicklung der erwähnten Variable recht gut, was sich beispielsweise in Graphik 3 ablesen lässt, in der die effektive Entwicklung der Inflationsrate mit der vom Modell prognostizierten abgebildet ist.

Innerhalb dieses Modells wurde nun diejenige Geldmengenpolitik simuliert, die eine relativ stabile Entwicklung des nominal handelsgewichteten Wechselkurses ergeben hätte, d.h. es wurde unterstellt, dass die Nationalbank Mitte 1987 zu einer Wechselkurspolitik übergegangen ist. Eine leichte Abwertung des Schweizer Frankens wurde allerdings zugelassen, da aufgrund der theoretischen Erkenntnisse eine vollständige Stabilisierung eher schwierig gewesen wäre. Aufgrund dieser Simulation lässt sich fest-

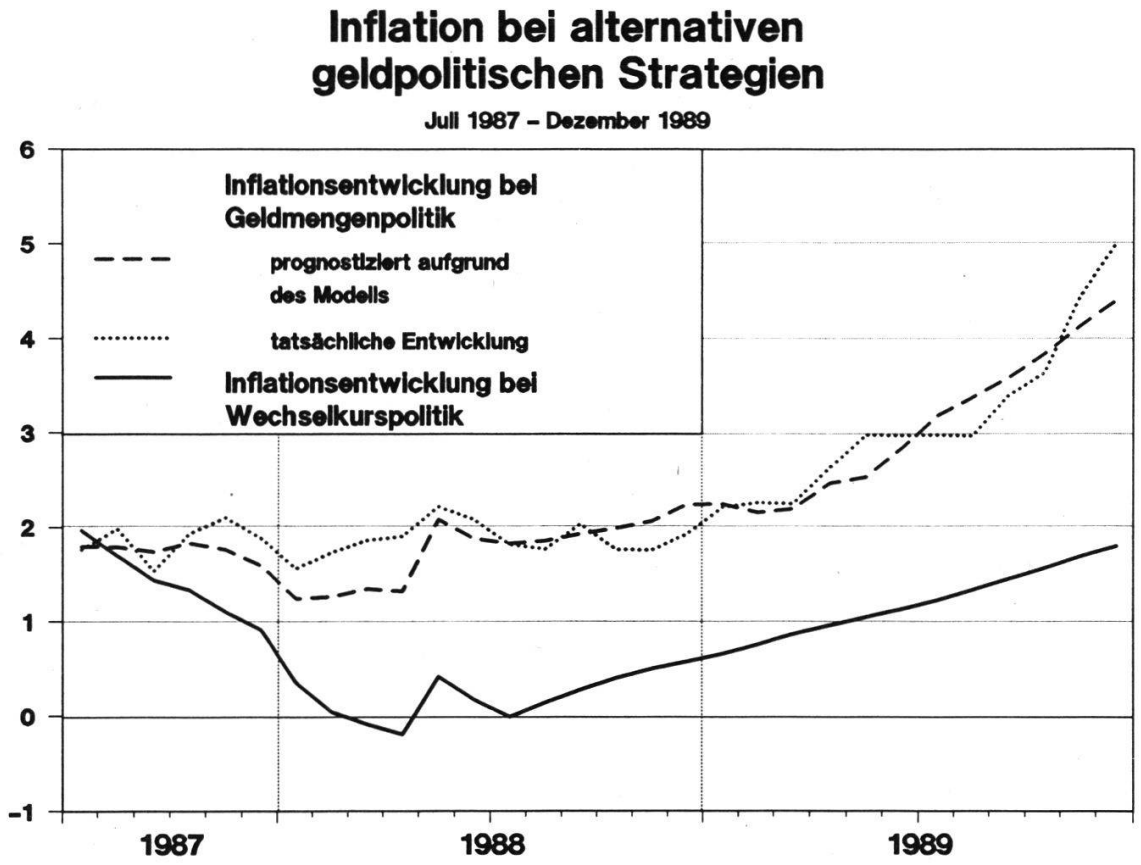


Graphik 2

stellen, dass die Wechselkursstabilierung bis in den Spätsommer 1988 eine deutlich restriktivere Geldpolitik verlangt hätte, als sie die Schweizerische Nationalbank effektiv betrieb.

Ab diesem Datum ist die wechselkursstabilisierende Geldpolitik, verglichen mit dem tatsächlichen Verlauf der monetären Basis, jedoch leicht expansiver. Zudem lässt sich zeigen, dass unter der dargestellten Strategie der Wechselkursstabilisierung die kurzfristigen Zinssätze anfangs 1988 nicht eingebrochen wären. Das Zinsniveau am Geldmarkt wäre zudem heute tiefer, wenn die SNB den Wechselkurs stabilisiert hätte (vgl. dazu Graphik 2).

Graphik 3 zeigt schliesslich die Auswirkungen der Wechselkurspolitik auf die Teuerung in der Schweiz. Bei der vorgeschlagenen Wechselkursstabilisierung resultiert ein geringerer Anstieg der Teuerung. Bei einer Wechselkurspolitik wäre die jährliche Inflationsrate um etwa 1,5 % Punkte unter dem effektiven Trend gelegen. Dies hätte der Schweiz viele der mit einer hohen Teuerungsrate verbundenen Probleme (Teuerungsausgleich, Boden- und Wohnbaupreissteigerungen, kalte Progression usw.) erspart. Hätte die SNB ab Einführung des SICs den nominalen Wechselkurs stabili-



Graphik 3

siert, so hätten wir heute eher bundesdeutsche als schweizerische Inflationsverhältnisse.

Konsequenzen

Die Geldpolitik der SNB ab 1984 war nicht annähernd so erfolgreich wie in der Vorperiode (1975—1983). Hätte die Nationalbank Mitte 1987 ein Wechselkursziel verfolgt, wie dies das Lehrbuch in der Situation von Strukturveränderungen bei der Geldnachfrage verlangt, wären der Schweiz einige wirtschaftliche Probleme erspart geblieben. Erstens wäre die Teuerung höchstens auf ein Niveau von etwas mehr als 2% angestiegen, und zweitens wäre das ab November 1988 strikte Bremsmanöver mit den damit verbundenen hohen Zinssätzen nicht notwendig gewesen. Auch viele Probleme im politischen Bereich (Teuerungsausgleich, Bodenspekulation, kalte Progression, überhitzte Wirtschaft) hätten vermindert werden können.

Daraus jedoch den Schluss zu ziehen, die SNB solle künftig ausschliesslich ein nominales Wechselkursziel verfolgen, wäre zum heutigen Zeitpunkt ebenso falsch wie das relativ sture Festhalten der SNB an einer vorwiegend geldmengenorientierten Strategie. Die Frage, welche geldpolitische Strategie unserem Land inskünftig am besten dient, ist und bleibt von der Natur der zu erwartenden Störungen abhängig. Die SNB ist deshalb aufgefordert, einen pragmatischeren Kurs als bis anhin einzuschlagen. Tatsächlich ist aufgrund eines erhöhten Innovationstempos sowie der fortschreitenden Liberalisierung und Integration der internationalen Finanzmärkte zu erwarten, dass Störungen, welche ihren Ursprung im internationalen Finanzmarkt haben, inskünftig kleine und offene Volkswirtschaften wie die Schweiz noch stärker tangieren. Dies um so mehr, als sich der wirtschaftlich wie politisch bedingte Zinsvorteil der Schweiz mittel- bis längerfristig wahrscheinlich abbaut und sich die Schweiz deshalb noch weniger als bisher von der internationalen Finanzmarktentwicklung abzukoppeln vermag. Falls reine Finanzmarktstörungen in Zukunft dominieren, so wäre spätestens zu jenem Zeitpunkt ein Übergang zu einer relativ permanenten Wechselkurszielsetzung der schweizerischen Geldpolitik, beispielsweise in Form eines Beitritts oder zumindest einer engen Ausrichtung auf das Europäische Währungssystem, in Betracht zu ziehen. Bis darüber aber wirklich Gewissheit besteht, kann die SNB an ihrer Geldmengenstrategie festhalten.

Wir hoffen, mit diesem Aufsatz die Diskussion um die geeignetste geldpolitische Strategie für die Schweiz von neuem zu beleben. Dabei ist uns klar, dass Geldpolitik letztlich eine Kunst bleibt. Diese zu verbessern sollte allerdings unser aller Anliegen sein.

Literatur

Barro, R.J. (1984): «Makroökonomie», Regensburg, Transfer Verlag.

Barro, R.J. und D.B. Gordon (1983): «A positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model», Journal of Political Economy 91, S. 589—610.

Buomberger P. und Capitelli R. (1990): «Geldpolitik der 80er Jahre», SBG-Arbeitspapier.

Poole, W. (1970): «Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model», Quarterly Journal of Economics 84, S. 197—216.