

## **Die Geldpolitik der Schweiz seit den sechziger Jahren**

Ernst Baltensperger

Die Geldpolitik der Schweiz seit 1960 lässt sich in mehrere, klar unterscheidbare Phasen trennen. Die Hauptzäsur bildete ohne Zweifel der Übergang von festen zu flexiblen Wechselkursen im Jahr 1973. Während der 1960er Jahre war die schweizerische Geldpolitik durch die Verpflichtung zur Wahrung der Frankenparität und die Entwicklung der Zahlungsbilanz diktiert und von spekulativen Kapitalzuflüssen und Inflationsimport geprägt. Erst die Befreiung von dieser Verpflichtung gewährte der Nationalbank die Möglichkeit, eine autonome, an der Zielsetzung Preisstabilität orientierte Geldpolitik zu verfolgen.

Von 1973 bis Ende 1999 befolgte die SNB eine auf die Kontrolle monetärer Aggregate ausgerichtete „Geldmengenpolitik“, 1975 bis Ende der 1980er Jahre mit Hilfe jährlicher Geldmengenziele, während der 1990er Jahre mit einem mittelfristigen, über fünf Jahre hinweg definierten Zielpfad für die Geldmengenentwicklung. Auf Anfang 2000 erfolgte schliesslich der Übergang zum gegenwärtigen, an Inflationsprognosen und einer klaren Definition der Preisstabilität orientierten geldpolitischen Konzept.

Die mit dieser Entwicklung verbundenen Wechsel von Währungsregime und geldpolitischer Strategie waren stark durch Veränderungen des wirtschaftlichen und monetären Umfelds geprägt, einschliesslich der vorherrschenden Sichtweisen von Wirkungsmechanismen und Möglichkeiten der Geldpolitik. Die SNB hat dabei eine nicht unwesentliche, aktive Rolle in der intellektuellen Debatte über geldpolitische Konzeptionen und ihre Evolution gespielt.<sup>1</sup>

### **1. Geldpolitik unter festen Wechselkursen: Kapitalimport und Inflationsdruck: die 1960er Jahre**

#### *Endphase des Bretton Woods Systems*

Die 1960er Jahre markierten die Endphase des am Ende des 2. Weltkriegs in Bretton Woods geschaffenen weltweiten Systems fester Wechselkurse. Damals, und teilweise schon zuvor, fand international auf breiter Ebene eine intensive Debatte über die Vor- und Nachteile fester respektive flexibler Wechselkurse statt. Ökonomisch war immer klar, dass Fixkurssysteme nur funktions- und überlebensfähig sind, wenn die Hauptakteure willens sind, eine gegenseitig konsistente Geldpolitik zu betreiben. Diese Einsicht betraf die Schweiz (und andere Länder in Europa, insbesondere Deutschland) unmittelbar.

---

<sup>1</sup> Vgl. dazu auch Baltensperger (2007)

In der Schweiz (wie auch in Deutschland) blieb die Geldpolitik in der ganzen Nachkriegszeit stark vom Wunsch nach Erhaltung der Preisstabilität geprägt. Die damals manchenorts populäre Diskussion über multiple Zielsetzungen und mögliche Zielkonflikte der Geldpolitik, etwa in Form eines Tradeoffs zwischen Vollbeschäftigung oder Wachstum und Preisstabilität, fand in der Schweiz deutlich weniger Widerhall als anderswo. Die Überzeugung herrschte schon damals vor, dass sich eine Volkswirtschaft nur bei stabilem Preisniveau günstig entwickeln kann und dass die gleichzeitige Vorgabe einer Vielzahl von Zielen für die Geldpolitik eine Überforderung darstellt. Die klare Orientierung an der Preisstabilität als Ziel der Geldpolitik wurde natürlich auch dadurch erleichtert, dass die Arbeitslosigkeit in der Schweiz zu dieser Zeit kein nennenswertes wirtschaftspolitisches Problem darstellte.

Zugleich blieb die Politik in der Schweiz lange der Bindung des Frankens an das Gold und der Idee fester Währungsparitäten (eines festen Aussenwerts des Frankens) stark verbunden.

### *Inkonsistente Wege der Geldpolitik*

Diese Zielsetzungen liessen sich gut miteinander verbinden, solange auch im Ausland, insbesondere in den USA, eine stabilitätsorientierte Geldpolitik betrieben wurde. Bis zu Beginn der 1960er Jahre blieb dies der Fall. Im Laufe der 1960er Jahre aber glitt die Geldpolitik der USA mehr und mehr auf einen allzu stark auf Wachstums- und Beschäftigungsförderung sowie niedrige Zinssätze ausgerichteten, inflationären Kurs ab. Dabei spielten nicht zuletzt auch die Finanzierungsbedürfnisse des Vietnamkriegs eine Rolle. Als Folge kam es unter dem geltenden Festkurssystem zu einem Vertrauenszerfall für den Dollar und hohen Zahlungsbilanzdefiziten der USA. Das Gegenstück bildeten massive Kapitalzuflüsse, Liquiditätsausweitung und importierte Inflation in der Schweiz (und anderen Ländern, die wie die Schweiz versuchten, sich gegen eine Anpassung an diese Inflationstendenz zu wehren). Die SNB musste im System fester Wechselkurse regelmässig US Dollars kaufen, um den Frankenkurs zu halten. Als Folge entstand eine nicht erwünschte Ausdehnung der Geldmenge und Inflationsdruck. Versuche, dieser Entwicklung mit einer restriktiven Geldpolitik entgegenzutreten mussten zwangsläufig scheitern, da die aus ihnen resultierenden Zinserhöhungen nur zu weiteren spekulativen Kapitalzuflüssen führten und die Marktteilnehmer erst recht veranlassten, auf eine letztlich unvermeidbare Aufwertung des Frankens zu setzen.

### *Inflationsbekämpfung mit untauglichen, dirigistischen Mitteln*

Die schweizerische Geldpolitik der 1960er Jahre war sehr stark von dem Versuch geprägt, sich diesem Trend mit letztlich untauglichen, dirigistischen

Mitteln entgegenzustemmen. Es wurde ein ganzes Arsenal an administrativen („hoheitlichen“) Instrumenten entwickelt, welche dazu beitragen sollten, den Zustrom ausländischen Kapitals einzudämmen, oder aber die durch Dollarkäufe geschaffene zusätzliche Liquidität wieder abzuschöpfen respektive unschädlich zu machen. Zu diesen, über Gentlemen's Agreements und dringliche Bundesbeschlüsse eingeführten Mitteln gehörten diverse Massnahmen „gegen den Zustrom ausländischer Gelder“, wie Verzinsungsverbote oder gar Negativzinsen (Administrativgebühren) für ausländische Gelder bei Schweizer Banken, Vereinbarungen über Kreditbegrenzung und Kreditplafonierung, Abschöpfung durch Mindestreserven, sowie Instrumente zur Preisüberwachung. Alle diese Bestrebungen blieben allerdings – für den Ökonomen nicht überraschend – letztlich nicht wirksam. Das Problem der importierten Inflation blieb bestehen. Bis zu Beginn der 1970er Jahre stieg die Inflation auf über 7 %, mit einer (verzögerten) Spitze von 9% in 1973 und 10% im Jahr 1974.

Die SNB wirkte auch bei internationalen Kooperationen zur Vermeidung und Behebung von Währungskrisen mit. Aber auch damit liess sich natürlich die grundsätzliche Inkonsistenz unterschiedlicher nationaler geldpolitischer Kurse einerseits und des Systems fester Wechselkurse andererseits nicht aus der Welt schaffen.

### *Aufwertung und Übergang zu flexiblen Wechselkursen*

Als Reaktion auf eine neue Welle spekulativer Geldzuflüsse beschloss die Schweiz am 9. Mai 1971 eine Aufwertung des Schweizerfrankens um gut 7%, ergänzt durch verstärkte Massnahmen zur Abwehr spekulativer Gelder („Notstandsvereinbarung“). Am 15. August 1971 hob die US Regierung die Goldkonvertibilität des US Dollars auf, und am 18. Dezember 1971 kam es zu einer Neufestlegung der Wechselkurse der wichtigsten Währungen im Rahmen des Smithsonian Agreement, welche für den Schweizerfranken eine weitere Aufwertung um 6,4% bedeutete.

Da aber mit dieser Anpassung der Wechselkurse wiederum keine Koordination der Geldpolitik der betroffenen Länder verbunden war, beruhigte sich die Währungslage nur vorübergehend. Im Sommer und Herbst 1972 kam es zu weiteren schweren Krisen, welche wiederum einen starken Aufwertungsdruck für den Franken mit sich brachten. Am 23. Januar 1973 beschloss schliesslich die SNB im Einvernehmen mit dem Bundesrat, ihre Käufe am Devisenmarkt einzustellen. Die Dramatik dieser Entscheidung ist heute – nach über dreissig Jahren Erfahrung mit flexiblen Wechselkursen – vielleicht schwer nachvollziehbar. Sie wurde eher aus der Einsicht in die Unausweichlichkeit eines solchen Schrittes als aus freien Stücken getroffen. Fixe Wechselkurse liessen sich damals angesichts der enormen Höhe der spekulativen Kapitalströme einfach nicht mehr aufrechterhalten. Die Ära fester

Wechselkurse kam damit für die Schweiz zu ihrem Abschluss. Die anfängliche Erwartung, bald wieder zu festen Wechselkursen zurückkehren zu können, erfüllte sich nicht. Die Ära flexibler Wechselkurse nahm ihren Anfang.

## **2. Geldpolitik mit jährlichen Geldmengenzielen: die 1970er und 1980er Jahre**

### *Aktive Antiinflationpolitik nach 1973*

Der durch den Übergang zu flexiblen Wechselkursen zurück gewonnene geldpolitische Handlungsspielraum wurde von der SNB entschieden genutzt. Nach 1973 wurde zunächst ein scharfer Restriktionskurs eingeschlagen. Die zweistelligen Wachstumsraten für die monetäre Basis und die Geldmenge M1 in den Jahren zuvor wurden schlagartig und drastisch reduziert. Bereits im Jahr des monetären Regimewechsels 1973 konnte die Wachstumsrate für M1 auf 2,3% gesenkt werden, nachdem sie im Vorjahr noch 17,9% betragen hatte. Die bereinigte Notenbankgeldmenge sank 1973 sogar um 4,4%, nachdem sie im Vorjahr noch um 18,7% angestiegen war. Im Jahr 1974 blieb M1 nahezu unverändert, und der Niveaurückgang der Basisgeldmenge vom Vorjahr wurde lediglich wieder ausgeglichen. Während diese Ziffern natürlich vor dem Hintergrund der enormen Zuwachsraten der Geldaggregate zu Beginn der 1970er Jahre gesehen werden müssen, ist trotzdem klar, dass sie einen abrupten Übergang von einem sehr expansiven zu einem sehr restriktiven Kurs reflektieren. Die SNB liess 1973 bis Ende 1974 eine starke Aufwertung des Frankens zu und verzichtete, abgesehen von einer Aktion im Februar 1973, gänzlich auf Interventionen am Devisenmarkt. Dies erlaubte ihr die weitgehende Beseitigung des durch die vorherigen Devisenkäufe geschaffenen grossen Liquiditätsüberhangs.

### *Übergang zur Politik der Geldmengenziele 1975*

Für das Jahr 1975 wurde dann erstmals ein Geldmengenziel von der SNB öffentlich angekündigt, und zwar für die Geldmenge M1. Für 1975 und 1976 betrug die Zielwerte 6% und für die Jahre 1977 sowie 1978 5%. Von 1975 bis einschliesslich 1977 wurden diese Ziele gut eingehalten. Es gelang, mit diesen (angesichts der fallenden Inflationstendenz stabilitätsgerechten) Zuwachsraten die Inflationsrate auf vergleichsweise sehr niedrige Werte zu senken, nämlich von 9% im Jahr 1973 und 10% in 1974 auf unter 2% in den Jahren 1976 und 1977 und bloss 1% im Jahr 1978. Damit verbunden war ein ausgeprägter Rückgang der Nominalzinssätze. 1978 fielen die Geldmarktsätze auf unter 1% und die Rendite für Bundesobligationen auf wenig mehr als 3%. Dies zeigt, dass die Rückführung des Geldmengenwachstums auf ein stabilitätskonformes Mass die Inflationserwartungen der frühen 1970er Jahre gebrochen hatte. Die

Nominalzinssätze enthielten zu diesem Zeitpunkt vermutlich kaum mehr eine nennenswerte Inflationsprämie.

Die Politik der SNB nach 1973 hat also in bemerkenswert kurzer Zeit zur Wiedergewinnung der Preisstabilität geführt. Dieser rasche Erfolg - der damals für viele Beobachter im In- und Ausland unerwartet kam<sup>2</sup> - beruhte darauf, im Rahmen eines klar erkennbaren währungspolitischen Regimewechsels die Chance zu einem radikalen geldpolitischen Kurswechsel entschieden zu nutzen und als Folge innert relativ kurzer Frist ein hohes Mass an Vertrauen und Glaubwürdigkeit aufzubauen. Ähnlich, wenn auch in etwas milderer Form, ist diese Situation damals in Deutschland genutzt worden. Die Notenbanken beider Länder nahmen damit zu jener Zeit eine internationale Pionierrolle in der Geldpolitik wahr.

Mit diesen Erfolgen in der Inflationsbekämpfung ging jedoch in der Schweiz zugleich ein scharfer Einbruch des realen Wirtschaftswachstums einher. Sowohl 1975 wie 1976 ging das Bruttosozialprodukt real zurück, 1975 sogar um 7,4%. Obwohl ein solcher Wachstumseinbruch als Folge des ersten Erdölpreisschocks damals international allgemein auftrat, war der Einbruch in der Schweiz mit Abstand stärker als in praktisch allen anderen Ländern. Angesichts des scharfen monetären Restriktionskurses der SNB in den Jahren zuvor ist dies keine grosse Überraschung.

Gemessen an der Höhe der Arbeitslosenquote allerdings schien die Schweiz in dieser Phase keine besonderen Schwierigkeiten zu verzeichnen. Nur 1975/76 war die Arbeitslosenquote für (damalige) schweizerische Verhältnisse geringfügig erhöht (verharrte aber mit 0,4 bis 0,7% immer noch auf einem sehr niedrigen Niveau). Dies hängt aber einfach damit zusammen, dass die statistisch ausgewiesene Arbeitslosigkeit wegen der grossen Mobilität von Arbeitskräften über die Landesgrenzen hinweg eine sehr begrenzte Aussagekraft hatte. Die Zahl der ausländischen Arbeitskräfte, die damals immerhin einen Anteil von 26% an den Erwerbstätigen der Schweiz ausmachte, sank von etwa 850'000 Personen im Jahr 1973 auf 630'000 Personen im Jahr 1978. Dieser Rückgang betraf praktisch ausschliesslich die Zahl der Jahresaufenthalter, Saisonarbeiter und (in etwas geringerem Umfang) die Grenzgänger; die Zahl der Niedergelassenen stieg dagegen leicht an. Die Rückwanderung ausländischer Arbeitskräfte bedeutete zugleich einen Rückgang des Angebotspotentials und

---

<sup>2</sup> Frederic Mishkin hat gerade kürzlich festgestellt, dass die amerikanische Notenbank in den 1970er Jahren eine zu hohe Inflationstoleranz ausgewiesen habe, weil damals eine allzu pessimistische Einschätzung der Möglichkeiten und Kosten einer Antiinflationpolitik vorgeherrscht hätte – eine Einschätzung, die erst nach der erfolgreichen Inflationsbekämpfung unter Paul Volcker anfangs der 1980er Jahre revidiert worden sei (Mishkin 2007). Die schweizerische und deutsche Notenbank waren hier zehn Jahre voraus.

eine Minderung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage der Schweizer Wirtschaft.

Allerdings muss in diesem Zusammenhang zugleich gesehen werden, dass eine „Redimensionierung“ der ausländischen Arbeitsbevölkerung und damit der schweizerischen Volkswirtschaft, die in diesen Zahlen zum Ausdruck kommt, einem damals verbreiteten Wunsch in der schweizerischen Bevölkerung entsprach und politisch in einem gewissen Ausmass wohl ohnehin unvermeidbar war. Diese Feststellung vermindert die Schärfe des Wirtschaftseinbruchs von 1975 nicht, vermag aber mitzuerklären, warum es für die SNB der 1970er Jahre politisch möglich war, eine derart restriktive Geldpolitik durchzuführen (und warum es irreführend und unangebracht ist, die in den späteren 1970er und den 1980er Jahren erzielten Einkommensniveaus an deren Durchschnittswerten vor 1975 und ihrem Trend zu messen).

#### *Wechselkursturbulenz und temporäre Rückkehr zu einem Wechselkursziel: 1977-1978*

Stand in den Jahren nach 1973 das Problem der Rückführung der Inflation von relativ hohen auf stabilitätsgerechte Werte im Vordergrund der Geldpolitik, so war dieses Ziel bis 1977/1978 weitgehend, und in einem für viele unerwarteten, Mass erreicht. Nach 1977 stand dann zusehends das Problem im Vordergrund, wie diese wieder gefundene Stabilität angesichts verschiedener Arten von Störungen bewahrt werden konnte. Das Hauptproblem 1977 und besonders 1978 war die starke Aufwertung des Schweizerfrankens gegenüber allen wichtigen Währungen. Der Glaube des Marktes an die Ernsthaftigkeit der schweizerischen Stabilitätspolitik führte in einem nach wie vor stark inflationären internationalen Umfeld zu massiven Aufwertungserwartungen und spekulativen Kapitalzuströmen in die Schweiz. So wertete sich der Franken im Jahr 1978 real um fast 15% gegenüber der D-Mark und gar um gute 26% gegenüber dem US-Dollar auf. Auch handelsgewichtet betrug die reale Aufwertung gute 16%. Obwohl diese starke Frankenaufwertung die Handelsströme und die Ertragsbilanz zunächst nur relativ schwach berührte, nahm sie im Sommer 1978 ein so dramatisches Ausmass an, dass die Wettbewerbsposition der schweizerischen Exportindustrie sowie der mit den Importgütern konkurrierenden Bereiche dadurch äusserst ernsthaft gefährdet schien.

Die SNB hatte sich Kurskorrekturen für solche Fälle stets vorbehalten und entschied sich angesichts dieser Lage für eine vorübergehende, weit über das ursprünglich geplante Ausmass hinausgehende Geldmengenerhöhung. Sie verzichtete für das Jahr 1979 auf die Festlegung eines Geldmengenziels. Im Oktober 1978 entschloss sie sich nach intensiven internen Diskussionen zur Ankündigung, den Kurs der D-Mark „deutlich über 80 Franken pro Hundert D-Mark“ halten zu wollen. Diese Politik führte, wenig überraschend, zu einer

starken Überschreitung des ursprünglichen Geldmengenziels für 1978. Allein im halben Jahr von September 1978 bis März 1979 stiegen die monetäre Basis um 17% und die Geldmenge M1 um 11%. Im Frühjahr 1979 beruhigte sich die Situation an den Devisenmärkten wieder, und die SNB versuchte sofort, die zuvor geschaffene Überschussliquidität wieder abzuschöpfen. Sie hatte von Anfang an beabsichtigt, nach Normalisierung der Lage wieder zu ihrer Politik der Geldmengenkontrolle zurückzukehren. Sie hoffte, dass die vorübergehende Abweichung vom mittelfristig stabilitätsgerechten Geldmengenwachstum, welche sie als Akkommodierung einer massiven internationalen Nachfrageerhöhung nach Schweizerfranken betrachtete, später wieder rückgängig gemacht werden könnte und ohne Folgen für die Inflation bleiben würde.

Diese Hoffnung wurde allerdings nur teilweise erfüllt. In den Jahren nach 1978 stieg die Inflationsrate wieder markant an, von 1% in 1978 auf fast 4% im Folgejahr und 6,4% im Jahr 1981. Zwar war dies zum Teil eine Folge des damaligen zweiten Ölpreisschocks, zum Teil aber ohne Zweifel auch Resultat der übermässigen Liquiditätsausweitung. Der geldpolitische Kurswechsel von 1978 ist deshalb nachträglich häufig in Frage gestellt worden. Gemäss Schiltknecht (1994, S.65) hat ihn selbst der damalige Nationalbankpräsident, Fritz Leutwiler, nach seinem Rücktritt (1985) als Fehler bezeichnet. Ich teile diese Auffassung nicht. Eine nicht-akkommodierende Politik hätte 1978 angesichts der damaligen massiven Frankenaufwertung mit grosser Wahrscheinlichkeit starke realwirtschaftliche Verwerfungen verursacht. Hingegen ist es richtig, dass die SNB 1979 und 1980 die entstandene Überschussliquidität zu zögerlich wieder beseitigt hat<sup>3</sup>, wahrscheinlich nicht zuletzt aufgrund einer Unterschätzung des nachfolgenden Konjunkturaufschwungs<sup>4</sup>, und damit die Basis für die nachfolgende Inflationsdynamik gelegt hat.

### *Rückkehr zur Geldmengenpolitik: Jahresziele für die Notenbankgeldmenge*

Für das Jahr 1980 und danach kündigte die SNB wieder jährliche Geldmengenziele an, jetzt jedoch direkt für das Wachstum der bereinigten Notenbankgeldmenge. Dieser Zielwechsel wurde vorgenommen, weil die Nachfrage nach M1 sowie der Geldmultiplikator seit Ende der 1970er Jahre schwieriger prognostizierbar erschienen als zuvor. Für 1980 und 1981 wurden Zielwerte von 4% festgelegt. In beiden Jahren wurde dann aber tatsächlich ein wesentlich restriktiverer Kurs verfolgt als zunächst angekündigt; die Notenbankgeldmenge sank effektiv in beiden Jahren. Die Motivation dafür lag in der zur Zeit der Zielfestlegungen jeweils nicht hinreichend antizipierten Zunahme der Inflationsdynamik (auf einen Spitzenwert von gut 7% im Jahr

---

<sup>3</sup> Baltensperger und Böhm 1984, S. 72; Schiltknecht 1994, S. 65

<sup>4</sup> Kugler und Rich 2002, S. 266

1981). Wie bereits erwähnt war für diese Entwicklung teilweise der zweite Erdölpreisschock von 1979/1980 verantwortlich, teilweise aber auch die zu zögerliche Beseitigung des in den Jahren zuvor entstandenen Liquiditätsüberhangs durch die SNB.

Die Disinflationpolitik der frühen 1980er Jahre musste in gewisser Hinsicht unter anderen, für die SNB etwas weniger günstigen Rahmenbedingungen verlaufen als jene der 1970er Jahre. Damals wurde in vielen anderen Ländern eine vergleichsweise expansive Geldpolitik betrieben; in den frühen 1980er Jahren hingegen war die Geldpolitik in den meisten Industrieländern eher restriktiv. Unterstützt durch die starke Frankenaufwertung stellte sich daher in den 1970er Jahren ein Erfolg bei der Inflationsbekämpfung vergleichsweise rasch und leicht ein, währenddem in den frühen 1980er Jahren die Wirkung auf die Inflationsrate, bei vergleichsweise schwachem Frankenkurs, langsamer und schwächer einsetzte.

Die Ereignisse zwischen 1978 und 1981 beeinflussten die Rolle des Wechselkurses in der schweizerischen Geldpolitik stark. Die pragmatische Reaktion der SNB auf die Wechselkurskrise von 1978 schuf eine über lange Jahre anhaltende Markterwartung, dass die Notenbank eine Überschreitung der Limite von 80 für den Preis der D-Mark nicht tolerieren würde.

Die anschliessenden Jahre 1982 bis 1986 stellten die schweizerische Geldpolitik auf wenig Proben. Die Inflation fiel auf Raten zwischen 2 und 3% zurück. Die Geldmengenziele – jeweils 3% für 1982 bis 1985 und 2% für 1986 – wurden gut eingehalten. Wechselkursschwankung gaben zwar gelegentlich Anlass zu Sorgen, blieben aber insgesamt moderat.

### *Monetäre Überhitzung in den späten 1980er Jahren*

Im Verlauf der späten 1980er Jahre kam es dann jedoch zu einer Fehlentwicklung, welche die Politik der SNB auf 10 Jahre hinaus sehr stark belasten sollte. Für 1987 setzte die SNB zunächst wieder ein Ziel von 2% für das Geldmengenwachstum, tolerierte dann aber angesichts einer kräftigen Aufwertungstendenz für den Schweizerfranken und gewisser Schwächanzeichen der internationalen Konjunktur eine Überschreitung dieses Ziels. Der Börsencrash vom Oktober 1987 und die damals international verbreitete Sorge, dass sich daraus eine Rezession ergeben könnte, veranlassten die SNB, die eigentlich notwendige restriktive Korrektur hinauszuzögern und für 1988 sogar ein erhöhtes Geldmengenwachstum von 3% als Ziel festzulegen. In der ersten Hälfte von 1988 wurde dann aber zunehmend klar, dass die befürchtete Rezession nicht eintreten würde, und die SNB fasste die Absicht, auf einen strafferen Kurs zu wechseln. So weit, so gut.

1988 und 1989 erschwerten nun aber zwei wichtige institutionelle Änderungen die schweizerische Geldpolitik sehr stark: die Einführung des elektronischen Bankenclearings SIC und die Neuordnung der bankgesetzlichen Liquiditätsvorschriften. Beide führten zu einem massiven Rückgang der Reservenachfrage der Banken. Die Nationalbank war sich dessen ebenso bewusst wie andere Marktbeobachter. Das Ausmass und das zeitliche Muster dieses Nachfragerückgangs war aber ex ante extrem schwierig abschätzbar. Die Notenbank reagierte grundsätzlich richtig mit einem restriktiveren Geldmengenwachstum, fand es aber äusserst schwierig, die richtige Dosierung zu finden. Eine stärkere Beachtung von Zinssignalen wäre dabei sicher nützlich gewesen. Diesbezüglich war die Fixierung auf die Geldmenge wenig hilfreich. Damit einher gingen in dieser Phase für die SNB auch Schwierigkeiten, ihre geldpolitischen Absichten der Öffentlichkeit klar zu vermitteln.

Schon Ende 1987 erklärte die SNB, dass sie ihr für 1988 festgelegtes Ziel (+3%) aus den genannten Gründen möglicherweise unterschreiten müsste. Tatsächlich ging die Notenbankgeldmenge dann 1988 um 4% zurück. Auch so blieben aber die Geldmarktsätze extrem niedrig, und es wurde klar, dass die Geldpolitik angesichts der geschrumpften Reservenachfrage der Banken immer noch allzu expansiv ausgefallen war. Das Ergebnis war eine viel zu reichliche Geldversorgung, auf die mit der gewohnten zeitlichen Verzögerung von 2-3 Jahren ein kräftiger Inflationsschub folgen sollte. Sowohl 1989 wie 1990 entschied sich die SNB, das effektive Geldmengenwachstum unter dem zunächst angekündigten Ziel zu halten und verfolgte damit einen weiterhin restriktiven Kurs. Der Schaden an der Inflationsfront war aber bereits geschehen. Die Stärke und Hartnäckigkeit des Inflationsschubs wurde erhöht durch eine konjunkturelle Überhitzung und einen spekulativen Immobilienboom in der Schweiz. Notenbank und Wirtschaftsprognostiker wurden durch die Kraft und Dauerhaftigkeit des Inflationauftriebs, der Mitte 1991 einen Spitzenwert von 6,6% erreichte und sich erst nachher allmählich zurückbilden sollte, wiederholt überrascht.

### **3. Mittelfristiger Zielpfad für die Geldmengenentwicklung: die 1990er Jahre**

#### *Übergang zu einer mittelfristig orientierten Geldmengenpolitik*

Die Erfahrungen der späten 1980er Jahre bewegten die Nationalbank zu einer wichtigen Anpassung ihres geldpolitischen Ansatzes. Zwar blieb sie nach wie vor bei einer auf die Geldmenge ausgerichteten Politik. Die Unsicherheit bei der Prognose der Notenbankgeldnachfrage, und die aus ihr resultierenden wiederholten und starken Abweichungen des effektiven Geldmengenwachstums

von den ursprünglich angekündigten Jahreszielen, hatten aber die Glaubwürdigkeit solcher Jahresziele stark beeinträchtigt und diese als Instrument für die Vermittlung der geldpolitischen Absichten der Notenbank diskreditiert. Jahresziele waren unter solchen Bedingungen nicht mehr befriedigend in der Lage, die für die Festlegung der Politikentscheidungen der Notenbank relevanten Faktoren zu widerspiegeln. Die SNB ging aus diesem Grund zu einer verstärkt mittelfristigen Orientierung ihrer Politik über.

Im Dezember 1990 kündigte sie die Absicht an, ihre Politik künftig an einem mittelfristigen Zielpfad für die Notenbankgeldmenge zu orientieren. Dieser Zielpfad sollte so berechnet sein, dass er Preisstabilität mit normaler Ausnutzung des Wachstumspotentials der Wirtschaft vereinbar machte. Die Einschätzung der SNB im Jahr 1990 war es, dass ein durchschnittlicher Zuwachs der Notenbankgeldmenge von 1% pro Jahr mit dieser Zielsetzung konsistent wäre. Die Länge der Zielperiode wurde zunächst etwas unbestimmt belassen, später aber bald auf 5 Jahre festgelegt.

Der Sinn des Übergangs von Jahreszielen zu einem mittelfristigen Zielpfad war es, der Geldpolitik in ihren Entscheidungen von Jahr zu Jahr mehr Flexibilität zu gewähren, speziell im Hinblick auf den Einbezug von Indikatoren wie Wechselkurs, Zinssätzen und Konjunkturzustand, zugleich aber die längerfristige Verankerung ihrer Verpflichtung auf Preisstabilität klar beizubehalten.

### *Wiederherstellung der Preisstabilität*

Die Jahre 1991 bis 1993 standen im Zeichen der Wiederherstellung der Preisstabilität. Damit einher ging eine scharfe Stabilisierungskrise der schweizerischen Wirtschaft. Das mittelfristige monetäre Wachstumsziel der SNB schien in dieser Phase zunächst seine Funktion als geldpolitischer Indikator recht gut zu erfüllen. Die effektive Geldmengenentwicklung bewegte sich zwar unter dem mittelfristigen Zielpfad. Dies war aber mit einer – durch hohe Zinsen und schwaches Wachstum bedingten - unter ihrem mittelfristigen Niveau liegenden Geldnachfrage konsistent. Der mittelfristige Zielpfad signalisierte demgegenüber, dass die Geldmenge später, nach Normalisierung von Inflation und Wirtschaftslage, wieder stärker würde wachsen müssen.

1991-1992 erfuhr die D-Mark im Gefolge der deutschen Wiedervereinigung eine starke Aufwertung. Die SNB straffte deshalb, etwas widerstrebend, ihren Kurs. Die schweizerische Inflation betrug zu diesem Zeitpunkt immer noch fast 5%. Mitte 1992, bei immer noch schwacher Binnenkonjunktur und stabilisiertem Wechselkurs, entschied sich die SNB für eine Lockerung ihrer Politik. 1994 endlich war die Inflation auf etwa 2% reduziert. Die Konjunktur schien sich, bei anziehendem Frankenkurs, wieder zu bessern.

## *Fehlbeurteilung des Konjunkturzyklus und monetäre Überrestriktion: 1994-1995*

Die nachfolgenden Jahre 1994-1995 gehören zu den kontroversesten Phasen in der schweizerischen Geldpolitik der letzten 25 Jahre. Selten ist die SNB so kritisiert worden wie in dieser Zeit.

Die Notenbankgeldmenge bewegte sich nach wie vor unter dem mittelfristigen Zielpfad. Letzterer signalisierte damit weiterhin das Bedürfnis nach einem expansiveren monetären Kurs. Die Sorge um ein Wiederaufflammen der Inflation – auf dem Hintergrund der damaligen Einführung der Mehrwertsteuer in der Schweiz und in der Erwartung einer zyklischen Belebung der Wirtschaft – hielt aber die SNB zunächst von einer Lockerung ab. Tatsächlich stellte sich heraus, dass die Notenbank – ebenso wie die meisten anderen Prognostiker - die Stärke des zyklischen Aufschwungs 1994 und 1995 wiederholt überschätzt hatte. Die Geldpolitik im Jahr 1994 fiel aus diesen Gründen klar zu restriktiv aus.

Im Frühjahr 1995 begann die SNB im Lichte wieder zunehmender realwirtschaftlicher Schwäche sowie eines steigenden Frankenkurses, diesen Fehler zu korrigieren. Die Notenbankgeldmenge näherte sich ihrem Zielpfad von unten an, die Geldmarktzinsen sanken. Der mittelfristige Zielpfad für die Notenbankgeldmenge wurde anfangs 1995 um eine weitere Fünfjahresperiode verlängert. Der Ausgangspunkt des neuen Pfades wurde dabei im Vergleich zum alten Zielpfad, als Ergebnis einer entsprechenden Neueinschätzung der Notenbankgeldnachfrage durch die SNB, etwas nach unten korrigiert.

Die SNB ist für ihre Politik in den Jahren 1994 und 1995 heftig kritisiert worden. Für 1994 ist diese Kritik gerechtfertigt – die damalige Geldpolitik muss ex post klar als zu restriktiv beurteilt werden. Für 1995 hingegen ist eine vergleichbare Kritik nicht angemessen. Entgegen einem in den Medien vielfach kolportierten Vorwurf fand der geldpolitische Kurswechsel zu einer expansiveren Politik nicht erst 1996, sondern bereits 1995 statt.

Für die Fehlentwicklung von 1994 ist häufig die Geldmengenorientierung der schweizerischen Geldpolitik verantwortlich gemacht worden. Die SNB sei Sklavin ihrer monetaristischen Tradition und Überzeugung geworden, wurde oft moniert. Auch dieser Vorwurf lässt sich nicht wirklich halten. Der monetäre Indikator der SNB gab gerade 1994 eigentlich das richtige Signal: er deutete klar auf die Notwendigkeit einer expansiveren Politik hin. Er wurde aber im Entscheidungsprozess der SNB – in diesem Fall fälschlicherweise – zugunsten anderer Indikatoren in den Hintergrund geschoben. Entscheidend waren dabei insbesondere eine zu optimistische Einschätzung der künftigen Konjunktorentwicklung und die Sorge um eine Wiederbelebung der

Inflationsdynamik. Die letztere Befürchtung war dabei ex ante nicht gänzlich unbegründet. Die Inflationserwartungen in der schweizerischen Wirtschaft waren 1994 wohl noch nicht eindeutig und definitiv gebrochen.

Mit ihrer Politik von 1994 hat die SNB zweifellos die anhaltende Wirtschaftsschwäche dieser Periode zu einem Teil mitzuverantworten. Die Restriktionspolitik der SNB ist allerdings häufig zu Unrecht und viel zu einseitig für die Wachstumsschwäche der Schweizer Wirtschaft während der ganzen 1990er Jahre verantwortlich gemacht worden. Andere Faktoren – lähmender Reformstau in zahlreichen Bereichen der schweizerischen Wirtschaftspolitik, insbesondere eine zu zögerliche Haltung gegenüber der Öffnung aller Teile unserer Wirtschaft für den nationalen und internationalen Wettbewerb sowie ein allzu lange fehlender klarer Wille zu einer überzeugenden und nachhaltigen Konsolidierung der öffentlichen Haushalte und Sozialwerke – haben dazu insgesamt wesentlich mehr beigetragen.

Nicht vergessen darf man auch, dass die Turbulenzen von 1994/1995 ihren Ursprung letztlich in der monetären Überexpansion der späten 1980er Jahre hatten. Hätte man letztere vermieden, wären uns auch die anschliessende geldpolitische Korrektur und die von ihr ausgelöste Stabilisierungskrise, einschliesslich der Schwierigkeiten von 1994/1995, erspart geblieben. Diese Korrektur war kein Fehler. Sie war nach den Fehlentwicklungen der späten 1980er Jahre bitter notwendig. Aber sie hat natürlich, wie jede solche Korrektur, volkswirtschaftliche Kosten verursacht.

### *Normalisierung und Neubeurteilung der geldpolitischen Indikatoren*

In der Zeit von 1996 bis 1999 normalisierte sich die schweizerische Wirtschaft zusehends. Wachstum und Beschäftigung blieben zunächst schwach, fanden aber gegen Ende des Jahrzehnts zu normalen Werten zurück. Geldpolitisch stellten diese Jahre keine besonderen Herausforderungen, abgesehen von gelegentlichen Turbulenzen, etwa im Gefolge der Asienkrise 1997.

Die Erfahrungen der 1990er Jahre veranlassten die Nationalbank jedoch zusehends, ihre geldpolitischen Indikatoren und Konzeptionen zu überdenken. Die Geldmenge als hauptsächliche geldpolitische Indikatorvariable wurde in- und ausserhalb der SNB mehr und mehr in Frage gestellt. Der Erfolg des mittelfristigen Zielpfads konnte nur als durchzogen beurteilt werden. In der ersten Fünfjahresperiode blieb die Geldmenge effektiv durchwegs unter der Ziellinie; in der zweiten Fünfjahresperiode umgekehrt überschritt sie den Zielpfad weit, ohne dass sich deswegen ein Inflationsdruck aufzubauen schien. Die Nachfrage nach Notenbankgeld erschien instabil und schwer prognostizierbar und erklärbar. Die Erklärung und Vermittlung des Informationsgehalts dieser Indikatorvariablen wurde dadurch offensichtlich beeinträchtigt.

Der mittelfristige Ansatz war zwar grundsätzlich vernünftig und im Ansatz richtig gemeint. Er spielte auch für die interne Entscheidungsfindung der SNB eine erhebliche Rolle<sup>5</sup>. Er erwies sich aber nicht zuletzt kommunikativ als wenig hilfreich. Die Instabilität des monetären Umfelds, und die langen und starken Abweichungen vom Zielpfad, die daraus fast zwangsläufig resultierten, machten es zunehmend schwieriger, der Öffentlichkeit zu vermitteln, welche Konsequenzen Abweichungen der Geldmenge vom Zielpfad für die zukünftige Geldpolitik signalisierten. Dies machte am Ende des Jahrzehnts schliesslich den Weg zu einem neuen geldpolitischen Konzept frei.

Auf der Ebene der operativen Umsetzung der Geldpolitik erfolgte in dieser Phase eine schrittweise Verschiebung weg von der Kontrolle eines monetären Reserveaggregats hin zu einer Implementierung der Politik über die Kontrolle eines kurzfristigen Geldmarktzinssatzes.

#### **4. Die Inflationsprognose als geldpolitischer Hauptindikator**

##### *Das neue geldpolitische Konzept 2000*

Ende 1999 kündigte die Nationalbank an, dass sie künftig auf Geldmengenziele verzichten und zu einem neuen geldpolitischen Konzept übergehen würde. Als ihre Hauptaufgabe sah sie dabei nach wie vor die Gewährleistung der Preisstabilität an. Das neue Konzept beruht auf der Inflationsprognose als Hauptindikator des geldpolitischen Entscheidungsprozesses. Es stützt sich auf drei zentrale Elemente:

*Erstens*, eine explizite Definition der Preisstabilität. Gemäss dieser Definition ist Preisstabilität gegeben, wenn die am Konsumentenpreisindex gemessene Jahreststeuerung auf mittlere Frist „unter 2%“ liegt. Da Deflation, also ein fallendes Preisniveau, ausdrücklich als bekämpfungswert ausgeschlossen wird, ergibt sich ein Bereich zwischen null und 2% als sinnvolle Interpretation dieser Formulierung.

*Zweitens*, eine quartalsweise veröffentlichte, breit abgestützte Inflationsprognose über einen Zeithorizont von 1 bis 3 Jahren. Diese Prognose dient als Hauptindikator bei der Festlegung der geldpolitischen Entscheidungen: Wenn die Inflationsprognose eine zukünftige Verletzung des Preisstabilitätsziels signalisiert, wird eine Anpassung der Geldpolitik geprüft. Die SNB reagiert dabei aber nie mechanisch auf die Inflationsprognose, sondern trifft ihre Politikentscheide stets im Lichte ihrer Gesamtbeurteilung der Wirtschaftslage.

---

<sup>5</sup> Vgl dazu Rich 2003, S. 38-47

Sie versteht ihr Preisstabilitätsziel als eine mittel- und längerfristige Verpflichtung und behält sich Flexibilität für die kurze Frist vor.

*Drittens*, die operative Umsetzung der Geldpolitik über die Festlegung eines (in der Regel 100 Basispunkte umfassenden) Zielbands für den 3-Monats Libor, den wichtigsten Geldmarktsatz für Anlagen in Schweizerfranken. Eine restriktivere Geldpolitik bedeutet eine Anhebung dieses Zielbands, und umgekehrt. Die SNB implementiert also, wie praktisch alle anderen modernen Notenbanken, ihre geldpolitischen Vorstellungen über eine Beeinflussung eines kurzfristigen Geldmarktzinses. Sie überprüft ihr Zielband für diesen Referenzsatz regelmässig im Lichte ihrer Inflationsprognose.

Die Inflationsprognose wird, wie es auch bei anderen Notenbanken bei der Verwendung dieses Instrumentes zumeist üblich ist, unter der Annahme eines während des Prognosezeitraums unveränderten Referenzzinssatzes erstellt. Die Prognose versucht also die Preisentwicklung bei gegebenen Bedingungen der Geldpolitik vorherzusagen und bildet so den Referenzpunkt für die anschliessende geldpolitische Entscheidung. Sie darf nicht mit einer Vorhersage dessen verwechselt werden, was wirklich geschehen wird.

Die neue Strategie der SNB weist offensichtliche Gemeinsamkeiten mit dem heute weit verbreiteten Inflation Targeting auf, weicht aber in einigen wichtigen Punkten von einer häufig im Vordergrund stehenden „engen“ Auffassung dieses Begriffs ab. Diese Auffassung geht von kurzfristigen, von Jahr zu Jahr festgelegten Inflationszielen aus, welche zudem in manchen Fällen der Notenbank von der Regierung vorgegeben werden. Sie ist ausserdem häufig durch eine völlige Vernachlässigung monetärer Aggregate im geldpolitischen Entscheidungsprozess gekennzeichnet. Die SNB war deshalb nach dem Konzeptwechsel darauf bedacht, die Bezeichnung Inflation Targeting zu vermeiden. Sie wollte demgegenüber ihre stärker mittelfristige Orientierung sowie auch die Weiterbeachtung der Geldmenge als potentiell relevanter Informationsvariablen in der Inflationsprognose betonen, darüber hinaus auch die Tatsache, dass sie die konkrete Definition von Preisstabilität im Rahmen ihres klaren gesetzlichen Auftrags selber vornehmen darf und muss, wie die Europäische Zentralbank, aber im Gegensatz etwa zur Bank of England, welcher das Inflationsziel durch die Regierung vorgeschrieben wird. Ganz allgemein wollte die SNB die Kontinuität ihrer Politik im Wandel der Strategien unterstreichen.

Eine Besonderheit des SNB Ansatzes ist die Festlegung eines (relativ breiten) Zielbandes für der Referenzzinssatz anstelle eines Punktziels. Sie entspringt wiederum dem Bedürfnis nach kurzfristiger Flexibilität. Die SNB spezifiziert zwar auch, in welchem Bereich ihres Zielbands sie den Libor sehen möchte (in der Regel in der Mitte). Das Zielband erlaubt es ihr aber, auf temporäre

Probleme am Geld- und Devisenmarkt, etwa Wechselkursstörungen, Rücksicht zu nehmen, ohne gleich einen geldpolitischen Kurswechsel signalisieren zu müssen. Diese Flexibilität wird für eine kleine, offene Volkswirtschaft mit international bedeutender Währung und bedeutenden Finanzmärkten als unerlässlich betrachtet.

### *Inflationsprognose, Transparenz und Kommunikation als Prüfsteine des neuen geldpolitischen Regimes*

Das neue Konzept der SNB steht und fällt mit der Fähigkeit der Nationalbank, zuverlässige Prognosen für die künftige Inflation zu bilden. Die wohlbekannt Tatsache, dass geldpolitische Impulse normalerweise erst mit einer Verzögerung von zwei bis drei Jahren ihre volle Wirkung auf das Preisniveau entfalten, zwingt die Notenbank zu einer in die Zukunft gerichteten Sichtweise. Sie muss die mutmassliche Inflation in zwei bis drei Jahren, nicht die heutige Inflation, als Orientierungsmarke für ihre heutigen geldpolitischen Handlungen verwenden. (Die Geldmenge spielte in diesem Sinn in ihrem früheren Verfahren die Rolle eines einfachen Prognoseinstruments für die längerfristige Preisentwicklung.)

Prognosen über solche Zeiträume sind naturgemäss mit erheblichen Unsicherheiten behaftet. Es war für die SNB im Rahmen ihres neuen Konzept essentiell, rasch überzeugende Expertise in der Formulierung von Inflationsprognosen zu entwickeln. Ihre Prognosen stützen sich auf die Verwendung verschiedener technischer Prognoseinstrumente, einschliesslich struktureller Modelle der Schweizer Wirtschaft und verschiedener Arten vektorautoregressiver (VAR)-Modelle, sowie auf die Beobachtung eines weiten Spektrums zusätzlicher Indikatorvariablen. Im Rahmen ihrer Inflationsprognose, und insbesondere für ihre mittel- und längerfristige Inflationsperspektive, misst die SNB dabei der Entwicklung der Geld- und Kreditaggregate nach wie vor einen hohen Stellenwert bei.

Essentiell ist auch die Veröffentlichung der Inflationsprognose und der für ihre Erarbeitung benutzten Instrumente. Sie hilft den Marktteilnehmern, die geldpolitischen Entscheidungen der Notenbank zu verstehen und ihre Grundlagen zu überprüfen. Die Notenbank muss die Öffentlichkeit davon überzeugen, dass sie die besten verfügbaren Instrumente für die Bildung von Inflationsprognosen einsetzt, und dass sie diese intellektuell ehrlich und mit Augenmass zu verwenden weiss. Transparenz und Überprüfbarkeit sind zentrale Voraussetzungen für die Glaubwürdigkeit, und damit den Erfolg, der Geldpolitik. Eine erfolgreiche Kommunikation ist ein zentrales Element einer transparenten und überprüfbaren Politik.

## *Geldpolitik unter dem neuen Konzept*

Im Jahr 2000, kurz nach Einführung des neuen Konzepts, zeigten die Inflationsprognosen der SNB zunehmenden Inflationsdruck an und bewegten, zusammen mit klaren Signalen eines zyklischen Aufschwungs, die SNB zu einer Straffung ihrer Politik. Sie erhöhte in mehreren Schritten den Mittelwert ihres Zielbands für den Libor von 1,75% bis auf 3,5% im Juni 2000. Mit dieser Politik gelang es ihr, die Inflation unter der kritischen Marke von 2% zu halten. Zugleich konnte sie damit den Märkten ihre Bereitschaft und Fähigkeit demonstrieren, gegenüber der kurz zuvor neu geschaffenen Europäischen Zentralbank eine Politik der monetären Autonomie zu bewahren.

Im nachfolgenden Jahr veränderte sich dann die Situation drastisch, zunächst mit dem weltweiten Börsensturz von Frühjahr und Sommer 2001, anschliessend noch mehr mit den Terroranschlägen von September 2001. Die geopolitischen Turbulenzen sowie die weltweite Tendenz zur Rezession in den Jahren 2002 und 2003, samt der damals in einigen Ländern aufgekommenen Debatte über mögliche Deflationsgefahren, verdüsterten die Stimmung noch weiter. Diese Entwicklung bewog die SNB, wie auch die meisten anderen Notenbanken, zu einer schrittweisen Lockerung ihrer Politik ab Frühjahr 2001 und zu einem extrem expansiven Kurs in den Jahren 2003 und 2004. Ab März 2003 bis Mitte 2004 wurde das Zielband für den Libor auf 0 – 0,75% festgesetzt, mit einem angestrebten Wert von 0,25%. Erst im Sommer 2004 begann die SNB einen sachten Prozess der graduellen Normalisierung, der allerdings dann wegen einer nach wie vor schwacher Wirtschaftslage bis Anfang 2006 wieder ausgesetzt wurde. Seither ist, im Lichte einer deutlichen Verbesserung der Konjunktur und weiterhin gering eingeschätzter Inflationsrisiken, der Mittelwert für das Zielband des Libors in mehreren Schritten wieder auf ein Niveau von gegenwärtig 2,25% (März 2007) angehoben worden. Die SNB hat dabei immer betont, dass ohne eine solche Normalisierung der Geldpolitik (die im übrigen noch nicht ganz abgeschlossen sein dürfte) langfristig eine Verletzung des Preisstabilitätsziels erfolgen würde.

Das neue geldpolitische Konzept der SNB ist jetzt seit gut sechs Jahren in Kraft. Es ist von der Öffentlichkeit und den Finanzmärkten nach kurzem Zögern sehr positiv aufgenommen worden und hat sich rasch als effizientes Instrument der Entscheidungsbildung und der Kommunikation für die Notenbankpolitik etabliert. Es hat sich sowohl in Phasen der Politikstraffung wie auch in solchen der geldpolitischen Lockerung bisher gut bewährt. Es hat zwar bislang noch keine ganz grossen Krisen und Herausforderungen zu bestehen gehabt, immerhin aber doch eine ganze Reihe kleiner und mittlerer Turbulenzen. Insgesamt darf es damit, zumindest vorläufig, als bisher sehr erfolgreich beurteilt werden. Die Inflation blieb über die ganze Periode hinweg tief: die kritische Marke von 2% wurde in keinem einzigen Quartal verletzt.

## 5. Die Evolution der geldpolitischen Entscheidungsverfahren

Die Konzeptionen zum geldpolitischen Entscheidungsverfahren der SNB haben sich seit den 1960er Jahren stark gewandelt. Dies geschah nicht zuletzt auf dem Hintergrund veränderter Vorstellungen in Theorie und Praxis - welche ihrerseits auf das jeweilige wirtschaftliche Umfeld und seine Probleme reagierten. Die SNB hat dabei zeitweise eine aktive Rolle in der internationalen Debatte über geldpolitische Konzeptionen und ihre Entwicklung gespielt.

Dies gilt in besonderem Mass für die Phase der Loslösung vom System fester Wechselkurse und des Übergangs zu flexiblen Kursen. Die SNB war nicht nur eine der ersten Notenbanken, die sich anfangs der 1970er Jahre vom Festkurssystem lösten; sie hat anschliessend, zusammen mit der Deutschen Bundesbank, auch eine Pionierrolle in der Entwicklung einer Geldmengenpolitik und ihrer Verwendung für die aktive Rückführung der Inflation von hohen auf stabilitätskonforme Werte eingenommen.

Unter dem Festkurssystem der 1960er Jahre besass die SNB keine wirkliche geldpolitische Autonomie. Diese wurde erst mit dem Wegfall der Wechselkursbindung wieder gewonnen. Die SNB hat den dadurch zurück erhaltenen Handlungsspielraum rasch und entschieden genutzt – viel rascher als die meisten anderen Notenbanken der damaligen Zeit, im Besonderen das amerikanische Federal Reserve System. Sie hat sich dabei, wie die Deutsche Bundesbank, der damals von führenden monetären Ökonomen empfohlenen Strategie der Geldmengenziele bedient. Besonders einflussreich war in diesem Zusammenhang in der Schweiz, wie auch in Deutschland, Karl Brunner.

Die Geldmengenpolitik bot ein kohärentes und strukturiertes, auf etablierte Theorie gestütztes Entscheidungssystem für die Geldpolitik an, welches sich gleichermassen für die interne Entscheidungsfindung wie auch für die Kommunikation der geldpolitischen Absichten der Notenbank gegenüber der Öffentlichkeit eignete. Die Konzentration auf die Geldmenge, also auf eine vergleichsweise gut und „objektiv“ beobachtbare Grösse, förderte zugleich, im Vergleich zur üblichen Praxis zur Zeit ihrer Einführung, die Transparenz und die Überprüfbarkeit der Notenbankpolitik. Ein derartiger „strukturierter“ Ansatz zu Geldpolitik ist heute weit verbreitet und akzeptiert. Damals jedoch war er alles andere als üblich.

Die Geldmenge war für die SNB jedoch nie Selbstzweck. Die Geldmengenziele wurden immer als bedingte Ziele formuliert und die Notwendigkeit flexibler und pragmatischer Abweichungen im Fall von Störungen verschiedenster Art von Anfang an betont. Die eigentliche Hauptzielsetzung blieb stets die Preisstabilität. Autoren wie Bernanke haben aus diesem Grund die Geldmengenpolitik der SNB und der Bundesbank explizit als Vorläuferin des

heutigen Inflation Targeting bezeichnet<sup>6</sup>, oder gar - etwas überspitzt - als „Inflation Targeting in Disguise“<sup>7</sup>.

Die Politik der Geldmengenziele erwies sich als sehr hilfreiches Instrument für die aktive Rückführung der Inflation von hohen auf niedrige, stabilitätsgerechte Werte. Bei der Bewahrung einmal wieder gefundener Preisstabilität in einem durch verschiedene Arten von Schocks geprägten Umfeld – Wechselkursstörungen, volatile Finanzmärkte, zyklische Ungewissheiten standen in verschiedenen Phasen mit wechselndem Gewicht im Vordergrund – erwies sie sich hingegen als weniger hilfreich. Unter solchen Bedingungen wurde das Bedürfnis nach Flexibilität besonders ausgeprägt. Die Häufigkeit pragmatischer Anpassungen und Zielabweichungen beeinträchtigte die Informationsrolle der monetären Aggregate so stark, dass die SNB in den 1990er Jahren mit dem Übergang zu mittelfristigen Zielvorstellungen reagierte. Eine Hauptschwierigkeit eines solchen – in seinem Grundgedanken an sich sinnvollen – Ansatzes ist es, die kurzfristige Flexibilität glaubhaft mit der Verpflichtung auf langfristige Stabilität zu verbinden. Auch dieses Konzept scheiterte schliesslich an der Instabilität der Notenbankgeldnachfrage und den Schwierigkeiten seiner Vermittlung gegenüber der Öffentlichkeit.

Das neue Konzept 2000 kann und soll als eine natürliche Evolution der früheren geldpolitischen Entscheidungsverfahren der Nationalbank im Lichte neuer Erkenntnisse und innovativer, früher nicht zur Verfügung stehender Instrumente der Inflationsprognose gesehen werden. Mit ihm hat die SNB den Schritt zu einem modernen, aktuelle „best practice“ repräsentierenden Entscheidungsrahmen für ihre Politik gemacht, ohne die Kontinuität zu ihrer insgesamt erfolgreichen Vergangenheit zu brechen. Das neue Konzept darf bisher ohne Zweifel positiv beurteilt werden. Wie jedes andere Konzept wird sich aber auch dieses immer wieder neu zu bewähren haben. Es wäre irrig zu glauben, dass die Geldpolitik mit ihm gegen Fehlentscheide und Fehlentwicklungen gefeit wäre. Solche sind bei jeder Strategie möglich. Die Geldpolitik wird auch in Zukunft ein Handwerk und eine Kunst bleiben.

---

<sup>6</sup> Bernanke 2003

<sup>7</sup> Bernanke, Laubach, Mishkin and Posen 1999

## Literatur

Baltensperger E. (2007), „The National Bank’s monetary policy: evolution of policy framework and policy performance.“ In: Die Schweizerische Nationalbank 1907-2007, SNB (Hrsg.), Verlag Neue Zürcher Zeitung, Zürich, S. 611-639

Baltensperger E. und Böhm P. (1984), „Geldmengenpolitik und Inflationskontrolle. Möglichkeiten, Kosten, flankierende Massnahmen.“ Studie, erstellt im Auftrag der Kommission für Konjunkturfragen. SIASR Schriftenreihe Nr. 6, Verlag Rüegger, Diessenhofen

Bernanke B. (2003), „A Perspective on Inflation Targeting.“ Remarks at the Annual Washington Policy Conference of the National Association of Business Economists, Washington, D.C. March 25

Bernanke B., Laubach Th., Mishkin F.S. and Posen A.S. (1999), „Inflation Targeting.“ Lessons from the International Experience, Princeton, New York, Princeton University Press

Kugler P. and Rich G. (2002), „Monetary policy under low interest rates: The experience of Switzerland in the late 1970s.“ Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik, 138, S. 241-269

Mishkin F.S. (2007), „Die Inflationsdynamik hängt von den Erwartungen der Menschen ab.“ Neue Zürcher Zeitung, 98, S. 31, 28./29. April

Rich G. (2003), „Swiss Monetary Targeting 1974-1996: The Role of Internal Policy Analysis.“ European Central Bank, Working Paper No. 236

Schiltknecht K. (1994), „Geldmengenpolitik und Wechselkurs – der schweizerische Weg.“ In: F. von Albertini (Hrsg.), Schweizerische Geldpolitik im Dilemma: Geldmenge oder Wechselkurs? Verlag Rüegger, Chur, S. 57-67