Basler Zeitung, Nr. 261, 8. November 1999.

Geldpolitik im Strategie-Vakuum

von Oliver Landmann

Die letzten Jahren waren für die laufende Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank (SNB) eine vergleichsweise ruhige Zeit. Die Zinsen blieben auf tiefem Niveau stabil, der Wechselkurs machte keine Kapriolen, und mit einiger Verzögerung begannen auch das Wachstum und der Arbeitsmarkt positiv auf die günstigen monetären Rahmenbedingungen zu reagieren. Dass sich die Geldpolitik dabei gleichzeitig von der selbst gesetzten Leitlinie des mittelfristigen Geldmengenziels zunehmend entfernte, hat eigentlich niemanden interessiert. Still und leise hat sich die SNB, wie es ihr manche Beobachter schon länger nahegelegt hatten, von der einst gefeierten Strategie der Geldmengensteuerung verabschiedet. Zwar ist der Zielpfad für die Notenbankgeldmenge in den Grafiken der Nationalbankberichte immer noch eingezeichnet und auch um technische Erklärungen für die wachsenden Zielabweichungen ist man nie verlegen; eine praktische operative Bedeutung besitzt die Geldmenge indessen kaum mehr.

Aber worin besteht denn nun die neue geldpolitische Strategie, die an die Stelle der Geldmengensteuerung getreten ist? Diese Frage ist bisher eher selten gestellt worden, und die SNB fühlte sich auch nicht veranlasst, sie präzise zu beantworten. Kein Wunder, solange ein Auto auf gerader Autobahn ruhig dahergleitet, stellt sich die Frage nach seiner Strassenhaltung nicht mit allzugrosser Dringlichkeit. Nachdem nun aber mit der sich belebenden Konjunktur auch die Wende bei den Zinsen eingetreten ist, deutet manches darauf hin, dass der schweizerischen Geldpolitik wieder ruppigere Strecken bevorstehen. Konkret steht die SNB vor der delikaten Aufgabe, den in Gang gekommenen Konjunkturaufschwung weder in eine neue Inflation münden zu lassen noch ihn zu früh abzuwürgen. Unklar ist bloss, wie sie diese Aufgabe in dem derzeitigen Strategie-Vakuum zu bewältigen gedenkt. Charakteristisch die Episode am vergangenen Donnerstag: Als die Europäische Zentralbank ihre Leitzinsen um einen halben Prozentpunkt an hob, erklärte die SNB, dass für sie kein Handlungsbedarf bestehe, liess aber offen, unter welchen Umständen sie welchen Handlungsbedarf feststellen würde.

Von dem, was die SNB vorhat, ist tröpfchenweise bisher nur so viel an die Öffentlichkeit gedrungen: In Zukunft sollen offenbar die Geldmarktzinsen und nicht die Geldmenge als primäre Referenzgrösse der Geldpolitik dienen, wobei für den Fall, dass sich der wirtschaftliche Aufschwung fortsetzt, die SNB gemäss ihrem jüngsten Quartalsbericht „eine gewisse Festigung der kurzfristigen Zinssätze für grundsätzlich angemessen“ hält. Darüber hinaus behält sie sich, wie es ein Direktoriumsmitglied einmal formuliert hat, „situative Flexibilität“ vor.

So viel Unverbindlichkeit tut der Geldpolitik nicht gut. Wenn es gute Gründe gibt, von der Strategie der Geldmengensteuerung abzugehen, heisst dies noch lange nicht, dass es ratsam ist, überhaupt keine expliziten Leitlinien für die Geldpolitik zu haben. Denn wenn die Zeiten hektischer werden, ist es für die Finanzmärkte und die Öffentlichkeit von grosser Bedeutung zu wissen, nach welchem Kompass sich die SNB richtet. Transparenz und Berechenbarkeit

begünstigen nicht nur die Wirksamkeit der Geldpolitik, sondern beugen auch jenen spekulativen Mutmassungen vor, die an den Devisenmärkten so leicht zu übertriebenen Kursschwankungen führen. Insofern müsste die SNB selbst das grösste Interesse an der Durchschaubarkeit ihrer Strategie haben.

Natürlich funktioniert die Geldpolitik nicht wie eine elektronische Orgel, die man einfach so programmieren kann, dass sie zur richtigen Zeit die richtigen Register zieht. Aber trotzdem lassen neuere wissenschaftliche wie praktische Erkenntnisse einige Rückschlüsse darauf zu, wie eine Zentralbank ihre Strategie präzisieren könnte. Vorgaben sind auf zwei Ebenen erforderlich. Zunächst muss man auf der Zielebene genau definieren, wie der gesetzliche Stabilitätsauftrag zu verstehen ist. Dies geschieht am einfachsten durch ein explizites Inflationsziel, das z.B. in Form einer Bandbreite angegeben werden kann, innerhalb welcher die Zentralbank die Inflationsrate zu halten beabsichtigt. Dies ist insofern nichts grundsätzlich Neues, als den geldpolitischen Entscheidungen der SNB ja schon bisher Zielvorstellungen bezüglich der Inflationsrate zugrundegelegt haben.

Ein explizites Inflationsziel hat die SNB bisher nicht zuletzt deshalb abgelehnt, weil sie die laufende Inflationsrate weder präzise noch kurzfristig steuern kann. Aber diese unbestreitbare Tatsache müsste der Öffentlichkeit verständlich gemacht werden können und spricht daher nicht a priori gegen ein Inflationsziel, sondern begründet vielmehr die Notwendigkeit, zusätzlich eine operative Politikregel festzulegen, mit der das Inflationsziel verfolgt wird. Ein Beispiel hierfür wäre etwa die sog. Taylor-Regel, die eine ganz bestimmte Reaktion der Zinspolitik sowohl auf die Inflationsrate als auch auf die reale Produktionsentwicklung vorsieht, und die von zahlreichen Untersuchungen robuste Stabilisierungseigenschaften attestiert bekommen hat. Eine Regelbindung diesen Typs müsste auf die spezifischen Bedürfnisse der Schweiz zugeschnitten werden. Insbesondere müsste die besondere Rolle des Wechselkurses für die makroökonomische Stabilität der Schweiz angemessen berücksichtigt werden.

Dass die SNB zögert, ihren beträchtlichen diskretionären Bewegungsspielraum freiwillig durch Leitplanken zu begrenzen, die sich auch einmal als unbequem erweisen könnten, ist nachvollziehbar. Aber es geht ja nicht einmal so sehr darum, jegliches situative Urteilsvermögen bedingungslos einer mechanistischen Regel zu opfern. Es geht vielmehr um eine Richtschnur, an der sich die Erwartungen der Öffentlichkeit und der Finanzmärkte orientieren können, und mit der man - gerade auch wenn man einmal eine Abweichung vom vorgegebenen Kurs für angezeigt hält - verständlich erklären kann, warum „Handlungsbedarf“ besteht bzw. nicht besteht.

Zugegeben: Zu einer solchen strategischen Festlegung hat sich bisher nicht einmal die Europäische Zentralbank durchringen können. Aber auch das wäre ja vielleicht ein Feld, auf dem die SNB ihre so eifrig gehütete Autonomie einmal demonstrieren könnte.

Oliver Landmann ist ordentlicher Professor für theoretische Volkswirtschaftslehre an der Universität Freiburg i.Br.