



Thomas J. Jordan

Von der Geldmengensteuerung zur Inflationsprognose: das geldpolitische Konzept der Schweizerischen Nationalbank

Nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems fixer Wechselkurse gehörte die Schweizerische Nationalbank (SNB), zusammen mit der Deutschen Bundesbank, zu den ersten Notenbanken, die eine Geldmengensteuerung mit dem Ziel der Erhaltung der Preisstabilität implementierten. Von 1975 bis 1977 legte die SNB jährliche Wachstumsziele für die Geldmenge M1 fest. Nach einer Unterbrechung in den Jahren 1978 und 1979, die auf Turbulenzen an den Devisenmärkten zurückzuführen war, orientierte sich die SNB zwischen 1980 und 1999 an Wachstumszielen für die Notenbankgeldmenge.

Elemente des neuen geldpolitischen Konzeptes

In der zweiten Hälfte der neunziger Jahre traten in der Nachfrage nach Notenbankgeld vermehrt Instabilitäten auf: Zum einen schwand dadurch der Informationsgehalt der Geldmenge, zum anderen ergab sich ein vermehrter Erklärungsbedarf für die immer häufigeren und größeren Zielabweichungen. Die Instabilitäten stellten die Eignung der Notenbankgeldmenge als geldpolitisches Zwischenziel zunehmend in Frage. Nach gründlichen Analysen entschloss sich die SNB, von der Geldmengenstrategie abzukommen und an deren Stelle ein neues geldpolitisches Konzept zu entwickeln. Die SNB entschied sich dagegen, das Inflations-Targeting, welches andere Zentralbanken in dieser Zeit einführten, oder die Zwei-Säulen-Strategie der Europäischen Zentralbank (EZB) unbesehen zu übernehmen, sondern entwickelte einen eigenständigen Ansatz.

Die Anforderungen an das neue geldpolitische Konzept waren vielfältig. Erstens sollte das neue Konzept eine gewisse Kontinuität gewährleisten, um den in der Vergangenheit erworbenen hohen Grad an Reputation und Glaubwürdigkeit zu erhalten.

Prof. Dr. Thomas J. Jordan, Mitglied des Direktoriums, Schweizerische Nationalbank, Zürich

Zur Verminderung des Liquiditätsdrucks an einigen Refinanzierungsmärkten haben die Zentralbanken zuletzt zwar wiederholt ihre Aktivitäten koordiniert. In ihrer Geldpolitik vertrauen sie aber auf unterschiedliche Analyserahmen. In dem seit fast neun Jahren praktizierten geldpolitischen Konzept der Schweizerischen Nationalbank sieht der Autor seine Eigenständigkeit gewahrt und betont Unterschiede zum Inflations-Targeting oder der Zwei-Säulen-Strategie der EZB. So hat die SNB kein eigentliches Inflationsziel, hat selbst das Mandat und die Verantwortung für die Definition von Preisstabilität, versteht ihre Inflationsprognose lediglich als Hauptziel und reagiert nicht mechanisch auf Abweichungen der Inflationsprognose von der Preisstabilität. Gegenüber der Strategie der EZB verweist er auf den Verzicht auf die Aufteilung der Analyse der Inflationsrisiken in zwei formell getrennte Säulen und betont die Gewichtung je nach Situation. Bislang, so seine Zwischenbewertung, hat das Konzept Freiraum für die kurzfristige Stabilisierung der Konjunktur gelassen und zugleich Anpassungen und Innovationen im Instrumentarium und flexible Reaktionsmöglichkeiten auf externe Schocks erlaubt. (Red.)

Ein wichtiger Beitrag dazu war die Beibehaltung des Hauptziels der Geldpolitik, nämlich die Erhaltung der Preisstabilität. Als weiterer wichtiger Faktor zur Stärkung der Glaubwürdigkeit wurde die Regelbindung erkannt. Das neue Konzept sollte weiterhin auf klaren Regeln beruhen, um die Inflationserwartungen langfristig zu verankern. Trotzdem sollte es auch Freiraum lassen für die kurzfristige Stabilisierung der Konjunktur, da bei fest verankerten Inflationserwartungen durchaus die Möglichkeit besteht, einen Beitrag zur Konjunkturstabilisierung zu leisten ohne längerfristig das übergeordnete Ziel der Preisstabilität zu gefährden.

Ferner sollten im neuen Konzept die geldpolitischen Entscheidungen breiter abgestützt werden. Sämtliche relevanten Informationen über die zukünftige Konjunktur- und Preisentwicklung sollten berücksichtigt werden können, ohne dogmatisch gewisse Informationen zu bevorzugen oder auszuschließen. Nicht zuletzt sollten mit dem neuen Konzept auch eine Erhöhung der Transparenz und eine Verbesserung der Kommunikation einhergehen. Ein hoher Grad an Transparenz und gute Kommunikation erhöhen die Glaubwürdigkeit einer Notenbank und erleichtern die Umsetzung der Geldpolitik.

Das geldpolitische Konzept wurde im Verlauf des Jahres 1999 erarbeitet. Im Dezember 1999 wurde der geldpolitische Entscheid zum ersten Mal auf der Grundlage des neuen Konzepts getroffen. Dieses beruht im Wesentlichen auf den folgenden drei Elementen: einer expliziten Definition

der Preisstabilität als langfristiger Anker der Geldpolitik, einer Inflationsprognose als Hauptindikator für die Geldpolitik, und einem Zielband für den Dreimonats-Libor (London-Interbank-Offered-Rate) als operatives Ziel zur Umsetzung der Geldpolitik.

Explizite Definition der Preisstabilität

Um der Öffentlichkeit einen Anhaltspunkt über die mittel- und langfristige Ausrichtung der Geldpolitik zu geben, nahm die SNB im neuen Konzept eine explizite Definition der Preisstabilität vor: Preisstabilität ist gegeben, wenn der jährliche Anstieg des Konsumentenpreisindex unter zwei Prozent liegt. Ein anhaltend sinkendes Preisniveau hält die SNB ebenfalls nicht für kompatibel mit Preisstabilität. Die SNB verzichtete darauf, ein Punktziel für die Inflation vorzugeben (zum Beispiel ein Prozent), da sie jede positive Inflationsrate unterhalb von zwei Prozent grundsätzlich mit Preisstabilität vereinbaren kann und in diesem Bereich weder eine Feinsteuerung vornehmen will noch kann. Zudem wollte die SNB vermeiden, womöglich bei einer Revision der Berechnungsweise des Konsumentenpreisindex ihr Punktziel verändern zu müssen. Die SNB zog zudem als Referenzgröße den vollständigen Konsumentenpreisindex der Verwendung einer Kerninflationsrate vor, da die Verwendung einer Kerninflationsrate die Kommunikation unnötigerweise erschweren würde und dies der Glaubwürdigkeit abträglich wäre.

Inflationsprognose als Hauptindikator:

Die Rolle des Wegweisers für die Geldpolitik, welche zuvor die Geldmengenziele gespielt hatten, übernahm im neuen Konzept die vierteljährlich publizierte Inflationsprognose. Diese verdichtet die Informationen verschiedener ökonomischer Modelle mit Expertenwissen zu einer Konsensprognose mit einem Horizont von drei Jahren. Am kurzen Ende des Prognosehorizonts dominieren bei deren Erstellung Zeitreihenmodelle sowie Annahmen über die Entwicklung des Ölpreises und der Wechselkurse. Im mittleren Bereich bis zu einem Horizont von zirka zwei Jahren prägen Strukturmodelle die Inflationsprognose. Danach überwiegen monetäre Faktoren. Die Bedeutung und Gewichtung der verschiedenen Modelle für die Konsensprognose verändern sich im Zeitverlauf. Die SNB arbeitet kontinuierlich an der Verbesserung ihrer Prognosemodelle.

Die Inflationsprognose der SNB unterstellt einen über den Prognosehorizont unveränderten Dreimonatszins. Es handelt sich somit um eine bedingte Prognose, welche nicht mit Prognosen anderer Institute vergleichbar ist. Zeigt die Inflationsprognose beim vorgegebenen Zinsniveau eine dauerhafte Abweichung von der Preisstabilität an, so besteht geldpolitischer Handlungsbedarf. Die SNB reagiert jedoch nicht mechanisch auf solche Abweichungen, sondern berücksichtigt bei ihrer Reaktion das wirtschaftliche Umfeld und den Grund für die Abweichung.

Zielband für den Dreimonats-Libor: Zur Umsetzung ihrer Geldpolitik gibt die SNB als operatives Ziel ein Zielband für den Dreimonats-Libor in Franken vor. Dieses Zielband umfasst üblicherweise einen Prozentpunkt, wobei die SNB meist die Mitte des Zielbandes anstrebt. Diese Art der Umsetzung der Geldpolitik ist unüblich. Die meisten anderen Zentralbanken verwenden ein Punktziel für einen einheimischen Tagesgeldsatz. Die SNB entschied sich für den Libor als Referenzzinssatz, weil der Libor als Benchmark-Zinssatz im Frankengeldmarkt von großer wirtschaftlicher Bedeutung ist und die wichtigsten internationalen Banken bei dessen Fixierung mitwirken.

Die Verwendung eines Zielbandes für den Dreimonatszins erlaubt es der SNB, in ihren Offenmarktoperationen auf Wechselkurschocks oder Ungleichgewichte im Geldmarkt zu reagieren, ohne sogleich das operative Ziel anpassen zu müssen. Für ein Zinsband anstelle eines Punktzieles spricht zudem, dass der Dreimonatszins im Gegensatz zum Tagesgeldsatz von Zinserwartungen beeinflusst wird und somit nicht vollständig von der SNB kontrolliert werden kann. Gesteuert wird der Dreimonats-Libor durch tägliche Auktionen von Repo-Geschäften (gesicherte Geldmarktgeschäfte) mit einer Laufzeit von üblicherweise einer Woche. Veränderungen des Zielbandes für den Dreimonats-Libor werden im Normalfall anlässlich der vierteljährlichen Lagebeurteilung bekannt gegeben, können bei Bedarf jedoch auch außerhalb der offiziellen Termine vorgenommen werden.

Kommunikation und Transparenz: Ein wichtiges Anliegen bei der Einführung des neuen geldpolitischen Konzeptes war die Verbesserung der Kommunikation und der Transparenz. Die SNB verwendet große An-

strengungen darauf, ihr Konzept und ihre laufende Politik der Öffentlichkeit zu erläutern. Kommunikationsplattformen sind dabei insbesondere die vierteljährlichen Lagebeurteilungen, an welchen die SNB eine ausführliche Pressemitteilung mit dem aktuellen Zielband für den Dreimonats-Libor sowie die aktuelle Inflationsprognose veröffentlicht, das Quartalsheft sowie Äußerungen von Mitgliedern des Direktoriums.

Unterschiede zum Inflations-Targeting und zur Zweisäulenstrategie der EZB

Die SNB verzichtet bewusst darauf, ihre Strategie als Inflations-Targeting zu bezeichnen, obwohl gewisse Gemeinsamkeiten bestehen. Das geldpolitische Konzept der SNB unterscheidet sich vom reinen Inflations-Targeting in mehreren Punkten. Das Konzept der SNB kennt zwar eine Definition der Preisstabilität, jedoch kein eigentliches Inflationsziel. Mit dieser Unterscheidung will die SNB unterstreichen, dass ihr Stabilitätsziel für eine längere Zeit Gültigkeit haben soll.

Die Festlegung der Definition der Preisstabilität im Rahmen ihres gesetzlichen und verfassungsmäßigen Mandats liegt zudem in der Verantwortung der SNB. Dies ist ein wesentlicher Unterschied zu vielen anderen Ländern, in welchen das Inflationsziel regelmäßig neu im politischen Prozess festgelegt wird. In der Schweiz ist somit ausgeschlossen, dass die Behörden ein mit Preisstabilität nicht kompatibles Inflationsziel festlegen können. Dadurch sollen die langfristigen Inflationserwartungen stärker verankert werden.

Eigene Gewichtung der beiden Informationsquellen

Der Inflationsprognose kommt im Konzept der SNB ferner die Rolle eines Hauptindikators zu und nicht diejenige eines Zwischenziels. Das heißt, die SNB richtet ihre Geldpolitik zwar im Allgemeinen nach der Inflationsprognose aus, kann jedoch gegebenenfalls auch davon abweichen. Die SNB reagiert somit nicht mechanisch auf Abweichungen der Inflationsprognose von der Preisstabilität. Das Konzept legt zudem nicht fest, in welchem Zeitraum nach einem inflationären Schock die Preisstabilität wieder hergestellt werden soll. Ferner sieht das Konzept der SNB keine Feinsteuerung der Inflation vor.

Gegenüber der Strategie der EZB unterscheidet sich das Konzept der SNB vor allem dadurch, dass es für die Einschätzung der Inflationsrisiken die Analyse nicht formell in zwei getrennte Säulen aufteilt. Die Resultate der realwirtschaftlichen und monetären Analyse werden je nach Situation gewichtet und in der Form der Inflationsprognose verdichtet, wobei üblicherweise am kürzeren Ende des Prognosehorizontes die realwirtschaftlichen und am längeren Ende die monetären Argumente überwiegen.

Die SNB nimmt somit selbst eine Gewichtung und Beurteilung dieser beiden sich möglicherweise zeitweilig widersprechenden Informationsquellen vor und überlässt dies nicht der Öffentlichkeit und den Märkten. Dadurch erhofft sie sich Vorteile in der Transparenz und Kommunikation. Dementsprechend kennt die SNB auch keinen Richtwert für die Wachstumsraten eines Geldaggregates. Dieser Unterschied zum Konzept der EZB besteht jedoch nur auf formaler Ebene; inhaltlich sind sich SNB und EZB einig, dass die Geld- und Kreditaggregate wichtige Bestandteile der Transmission der Geldpolitik darstellen und somit essenzielle Informationen über die langfristige Entwicklung der Preis- und Systemstabilität beinhalten.

Erfahrungen mit dem Konzept seit 1999

Die Geldpolitik seit der Einführung des neuen geldpolitischen Konzepts lässt sich in vier Phasen unterteilen: Nach einer Phase der Straffung – von Dezember 1999 bis Frühjahr 2001 – folgte eine Phase der geldpolitischen Expansion und der Tiefzinspolitik bis ins erste Halbjahr 2004 sowie anschließend eine erneute Phase der geldpolitischen Straffung bis zum Herbst 2007. Bei der vierten Phase handelt es sich um die Bewältigung der seit Sommer 2007 anhaltenden Finanzmarktkrise.

Eine über Erwarteten starke Konjunkturerholung und ein ansteigender Inflationsdruck setzten das Konzept gleich zu Beginn einer ersten Bewährungsprobe aus. Im Jahr 2000 hob die SNB den Mittelwert für das Zielband des Dreimonats-Libors in drei Schritten von 1,75 Prozent auf 3,5 Prozent an, wobei schon der erste Schritt am 3. Februar 2000 außerhalb der offiziellen Lagebeurteilung erfolgte, während die beiden folgenden Schritte anlässlich der offiziellen Lagebeurteilungen im Frühling und

im Sommer unternommen wurden. Die erste Bewährungsprobe wurde problemlos bestanden und bot der SNB zudem die Möglichkeit, die Märkte bereits kurz nach der Einführung des Konzeptes von ihrer Autonomie zu überzeugen, indem sie die Geldpolitik in der ersten Hälfte 2000 stärker straffte als die EZB.

Aufgrund des weltweiten Rückgangs der Aktienkurse, einer starken Abkühlung der Weltkonjunktur und eines rückläufigen Inflationsdrucks begann die SNB im März 2001 mit einer Serie von insgesamt sieben Zinssenkungen, welche erst im März 2003 bei einem angestrebten Dreimonats-Libor von 0,25 Prozent ihr Ende nehmen sollte. Vier der sieben Zinssenkungen wurden außerhalb der ordentlichen Lagebeurteilungen vorgenommen. Das Konzept bewährte sich auch in dieser zweiten, bedeutend schwierigeren Bewährungsprobe gut. Es erlaubte der SNB, flexibel und schnell auf realwirtschaftliche Entwicklungen und Aufwertungstendenzen des Frankens zu reagieren, ohne dadurch die Preisstabilität zu gefährden.

Die anschließende Phase einer geldpolitischen Straffung begann im Juni 2004, als eine Serie von insgesamt zehn Zinsschritten zu je 25 Basispunkten folgte, welche bis zum September 2007 andauerte. Alle zehn Zinsschritte wurden im Rahmen der regulären Lagebeurteilungen vorgenommen.

Anpassungen und Innovationen im geldpolitischen Instrumentarium

Die vierte Phase dauert seit dem Ausbruch der Finanzmarktkrise im Sommer 2007 an. Sie unterscheidet sich von den vorangehenden Phasen insofern, als dass sie sich (zumindest bis dato) nicht durch Veränderungen des Leitzinssatzes auszeichnet, sondern durch Anpassungen und Innovationen im geldpolitischen Instrumentarium.

Die Verwendung eines Marktsatzes für ungesicherte Geldmarktgeschäfte mit einer Laufzeit von drei Monaten als operatives Ziel erlaubte es der SNB, den krisenbedingten Anstieg der Risikoprämien am Geldmarkt teilweise zu kompensieren und den Dreimonats-Libor zu stabilisieren, indem sie im Verlauf der Finanzmarktkrise die Sätze für ihre Repo-Geschäfte mit einwöchiger Laufzeit variierte und zeitweilig deutlich absenkte.

Neben der Senkung der Repo-Sätze reagierte die SNB auch mittels weiterer Maßnahmen auf die Finanzmarktkrise: Sie erhöhte die Frequenz von liquiditätsabschöpfenden und liquiditätszuführenden Eintages-Operationen, um den kurzfristigen Geldmarkt zu stabilisieren, und führte erstmals auch Repo-Geschäfte mit Laufzeiten bis zu drei Monaten durch. Zudem führt sie seit Dezember 2007 regelmäßig Dollar-Auktionen durch, bei denen die Gegenparteien der SNB im Austausch gegen SNB-repofähige Effekten Dollar-Liquidität erhalten können. Im Gegensatz zu einigen anderen Notenbanken musste die SNB bisher weder Zugeständnisse bezüglich der Qualität der akzeptierten Sicherheiten machen noch Collateral-Swap-Fazilitäten einführen, mittels welcher die Banken illiquide Wertschriften gegen liquide Staatspapiere eintauschen können.

Zweitrundeneffekte in Grenzen halten

Die Finanzmarktkrise bewies, dass das geldpolitische Konzept der SNB auch in seiner Implementierung sehr robust und flexibel ist. Sie hat gelehrt, dass eine Notenbank dem Markt schnell und flexibel große Mengen an Liquidität zuführen und entziehen sowie Geschäfte mit einem breiten Kreis von Gegenparteien, gegen eine breite Basis an Kollateral und über einen breiten Bereich an Fristigkeiten durchführen können muss. Das geldpolitische Instrumentarium der SNB war all diesen Anforderungen gewachsen. Die Finanzmarktkrise hat ferner gezeigt, dass der Repo-Markt in Schweizer Franken, welcher 1998 auf die Initiative der SNB hin entstand, gerade in schwierigen Zeiten sehr hilfreich für die Liquiditätsversorgung des Bankensystems ist.

Insgesamt lässt sich feststellen, dass sich das geldpolitische Konzept der SNB in den nun annähernd zehn Jahren seit seiner Einführung gut bewährt hat. Das Konzept erlaubte es der SNB, flexibel auf eine Serie negativer Schocks zu reagieren. Insbesondere gestattete das Konzept, den zur Verfügung stehenden Spielraum für die Unterstützung der Konjunktur zu nutzen, ohne mittelfristig die Preisstabilität zu gefährden. Zwischen 2000 und 2008 betrug die durchschnittliche Inflation nur gerade 1,0 Prozent. Bis Ende 2007 wurde in keinem einzigen Monat die Marke von zwei Prozent überschritten. Im Dezember 2007 durchbrach die Inflationsrate die Marke

von zwei Prozent hauptsächlich aufgrund der stark gestiegenen Erdölpreise, auf welche die Geldpolitik der SNB jedoch keinen Einfluss hat. Dank der starken Verankerung der Inflationserwartungen ist die SNB aber zuversichtlich, dass sich die Zweitrundeneffekte in Grenzen halten werden und die Inflationsrate aufgrund der sich abschwächenden Konjunktur und der rückläufigen Energiepreise schon bald wieder unter die Marke von 2,0 Prozent fallen dürfte.

Geldpolitik darf sich nie auf ihren Erfolgen ausruhen, sondern muss stets wachsam bleiben. Paradoxerweise – wie die aktuelle Finanzmarktkrise deutlich gezeigt hat – kann gerade langandauernde Preisstabilität zum Aufbau von Ungleichgewichten führen. Auch das aktuelle geldpolitische Konzept kann geldpolitische Fehler in Zukunft nicht ausschließen und gibt somit keine absolute Garantie für den weiteren Erfolg. Das Konzept stellt jedoch einen geeigneten Rahmen für die geldpolitische Entscheidungsfindung dar, welcher bedeutend flexibler und breiter abgestützt ist als derjenige des früheren Geldmengenkonzeptes. Die SNB ist somit zuversichtlich, dass sie mit ihrem Konzept gut gerüstet ist, den zukünftigen Herausforderungen bezüglich der Preis-, Konjunktur- und Systemstabilität erfolgreich zu begegnen.

Der Autor dankt Caesar Lack für wertvolle Hinweise und Bemerkungen.

Literatur zum geldpolitischen Konzept der SNB

Baltensperger, Ernst, Philipp M. Hildebrand und Thomas J. Jordan (2007). The Swiss National Bank's monetary policy concept – an example of a "principles-based" policy framework, Swiss National Bank Economic Studies 3-2007.

Jordan, Thomas J. (2007). Wie hat sich das geldpolitische Konzept der SNB bewährt? Referat gehalten an der Universität Bern.

Jordan, Thomas J. und Michel Peytrignet (2007). Der Weg zur Zinssteuerung und zur Inflationsprognose, in: Die Schweizerische Nationalbank 1907–2007, 273 bis 291, Verlag Neue Zürcher Zeitung.

Meyer, Hans (2000). Zur Geldpolitik im neuen Jahr, Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank 1/2000.

Peytrignet, Michel (2007). Die Geldmenge als monetäres Zwischenziel, in: Die Schweizerische Nationalbank 1907–2007, 254 bis 273, Verlag Neue Zürcher Zeitung.

Rich, Georg (2000). Monetary Policy Without Central Bank Money: A Swiss Perspective. International Finance, Vol. 3(3): 439 bis 469.

Roth, Jean-Pierre (2007). Stratégie de politique monétaire: expériences récentes en Suisse. Referat gehalten an der Universität Freiburg, Schweiz.

SNB (1999). Geldpolitische Beschlüsse der Schweizerischen Nationalbank für das Jahr 2000, Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank 4/1999. ■■■■■