

Capitelli und Buomberger zur schweizerischen Geldpolitik: Der Wechselkurs als Deus ex machina?

Von Georg Rich, Schweizerische Nationalbank, Zürich*

Die Schweizerische Nationalbank befindet sich seit dem Frühjahr 1989 im Mittelpunkt einer regen geldpolitischen Kontroverse. Der kräftige Anstieg der inländischen Teuerung, der sich unvorteilhaft von den Stabilitätserfolgen unserer Nachbarländer abhebt, hat in der Öffentlichkeit Zweifel am geldpolitischen Konzept der SNB aufkommen lassen. Viele Kritiker werfen der SNB vor, sie habe in den Jahren 1987 und 1988 die geldpolitischen Zügel schleifen lassen und damit den Teuerungsschub in der Schweiz ausgelöst. Ferner sei die schweizerische Geldpolitik seit 1988 wenig transparent; die SNB lege zwar Geldmengenziele fest, doch verfehle sie diese regelmässig. Der Aussenstehende wisse daher nicht, an welchen Grössen sich die SNB gegenwärtig orientiere.

Die SNB hat nie bestritten, dass sie für den Teuerungsanstieg zumindest teilweise verantwortlich ist (vgl. *Lusser*, 1990). Daher erstaunt es nicht, dass viele Kritiker mit Ratschlägen aufwarten, wie die SNB das Wiederaufflammen der Teuerung hätte vermeiden können. Capitelli und Buomberger (1990) kommen zum Schluss, die SNB hätte mit einer verstärkten Ausrichtung ihrer Politik auf den Wechselkurs den gegenwärtigen Teuerungsanstieg zumindest teilweise verhindern können. Im folgenden möchte ich zu Capitelli und Buombergers Kritik Stellung nehmen. Dabei möchte ich vier Aspekte ihrer Analyse kritisch würdigen: (1) die Frage der optimalen geldpolitischen Strategie, (2) die angebliche "Neuorientierung" der schweizerischen Geldpolitik ab 1984, (3) die Simulationsrechnungen anhand des bayesianisch vektor-autoregressiven Zeitreihenmodells und (4) die Plausibilität ihrer Argumente zugunsten einer wechselkursorientierten Geldpolitik.

1. Die Frage der optimalen geldpolitischen Strategie

Capitelli und Buomberger werfen der SNB vor, sie nehme die wissenschaftliche Literatur, die sich mit der Wahl der optimalen geldpolitischen Strategie befasst, nicht zur Kenntnis. Hätte sie die ökonomischen Lehrbücher gelesen, wäre ihr bewusst geworden, dass der Rückgang der Geldnachfrage, der nach 1987 als Folge der Revision der bankengesetzlichen Liquiditätsvorschriften und der Einführung des elektronischen Interbank-Zahlungssystems SIC auftrat, ein Wechselkursziel verlangte (vgl. auch *Buomberger/Capitelli*, 1990, 614). Der Vorwurf, die SNB habe wichtige wissenschaftliche Erkenntnisse in den Wind geschlagen, ist jedoch nicht haltbar.

* Der Verfasser ist Werner Abegg, Andreas Fischer, Martin Maurer, Blurette Mouron und Erich Spöndli für ihre Anregungen und Mitwirkung zum Dank verpflichtet.

Wie Capitelli und Buomberger zu Recht ausführen, weist *Poole* (1970) in einem vielzitierten Artikel nach, dass die Wahl der optimalen geldpolitischen Strategie von der Art der Störungen abhängt, welche die Volkswirtschaft beeinflussen. Ihre Wiedergabe der Analyse von Poole ist freilich alles andere als präzise. So unterscheiden sie zwischen Nachfragestörungen im Finanz- und Gütermarkt. Das Modell von Poole, der sich auf die Untersuchung des Falls der geschlossenen Volkswirtschaft beschränkt, lässt jedoch drei Arten von Nachfragestörungen zu: (a) eine Abnahme der Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen, die durch eine Zunahme der Nachfrage nach zinstragenden Aktiven kompensiert wird, (b) eine Abnahme der Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen, die durch eine Zunahme der Nachfrage nach zinslosem Geld kompensiert wird, und (c) eine Abnahme der Nachfrage nach zinslosem Geld, die durch eine Zunahme der Nachfrage nach zinstragenden Aktiven kompensiert wird.¹ Diese Gliederung zeigt deutlich, dass sämtliche berücksichtigten Nachfragestörungen den Finanzmarkt berühren, sofern das Wort "Finanzmarkt" als Oberbegriff für die Märkte, auf denen zinstragende Aktiven und zinsloses Geld gehandelt werden, dient.

Capitelli und Buomberger stiften daher Verwirrung, wenn sie von Störungen am Finanzmarkt sprechen. Sie sollten vielmehr zwischen den erwähnten drei Arten von Störungen unterscheiden. Wird diese Unterscheidung richtig getroffen, ergeben sich klare Schlussfolgerungen aus der Analyse von Poole. Bei Störungen des Typs (a) sollte eine Zentralbank, welche das Preisniveau oder das nominale BSP stabilisieren möchte, die Geldmenge als Indikator verwenden. Bei Störungen des Typs (c) drängt sich demgegenüber der Zinssatz als geldpolitische Orientierungsgrösse auf. Treten Störungen des Typs (b) auf, liefert die Analyse von Poole keine eindeutige Antwort auf die Frage, ob sich die Zentralbank für die Geldmenge oder den Zinssatz entscheiden sollte. *aber sind nicht Basis*

Die Analyse von Poole bleibt grundsätzlich unverändert, wenn die Volkswirtschaft geöffnet und der aussenwirtschaftliche Sektor berücksichtigt wird. Welche geldpolitische Strategie hätte die SNB – gemäss der Analyse von Poole – im Jahre 1988 nach der Revision der Liquiditätsvorschriften und der Einführung von SIC verfolgen sollen? Diese beiden Neuerungen stellen eindeutig eine Störung des Typs (c) dar. Sie ermöglichen den Banken, ihre Giro Guthaben bei der Nationalbank, d.h. ihre Bestände an Notenbankgeld massiv abzubauen und dafür zinstragende Aktiven zu erwerben. Wird die SNB mit Störungen des Typs (c) konfrontiert, sollte sie sich gemäss der Analyse von Poole sowohl in einer geschlossenen als auch offenen Volkswirtschaft an der Zinsentwick-

¹ Gemäss dem Gesetz von *Walras* muss die Abnahme der Nachfrage in einem Markt durch eine entsprechende Nachfrageerhöhung in einem andern Markt kompensiert werden. *Poole* verwendet ein Standardmodell mit drei Märkten, d.h. je einem Markt für Güter und Dienstleistungen, Obligationen und zinsloses Geld. Existieren drei Märkte, ergeben sich drei mögliche Paare von Nachfragestörungen. Selbstverständlich gilt diese Analyse auch für den umgekehrten Fall einer Kombination von Nachfrageerhöhung und -senkung. Ferner können neben Nachfrageschocks auch andere Störungen untersucht werden.

lung orientieren. Ein Wechselkursziel ist im Unterschied zu Capitelli und Buombergers Behauptung in diesem Falle suboptimal.

Ein Rückgang der Geldnachfrage – wie er im Jahre 1988 eintrat – führt zu einer vorübergehenden Verringerung der Zinssätze, welche die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen stimuliert und damit die Teuerung anheizt. Möchte die SNB den Teuerungsanstieg verhindern, sollte sie dafür sorgen, dass die Zinssätze stabil bleiben. Deshalb ist der Zinssatz bei Störungen des Typs (c) die richtige Orientierungsgrösse. Der Wechselkurs des Schweizer Frankens dürfte zwar als Folge des Zinsrückgangs ebenfalls sinken. Stabilisierte die SNB jedoch den Wechselkurs, müsste sie trotzdem mit einem Zinsrückgang – allerdings in abgeschwächtem Ausmass – rechnen.² Sie würde daher nur einen Teil der Teuerungsimpulse, die vom Rückgang der Geldnachfrage herrühren, ausschalten.

Deshalb bin ich erstaunt, dass Buomberger und Capitelli (1990, S. 612) die geldpolitische Strategie, welche die SNB im Jahre 1988 verfolgte, "aus theoretischer Sicht unverständlich" finden. Wie sie richtig feststellen, legte die SNB damals erneut ein *Geldmengenziel* fest. Dieses besass jedoch einen anderen Stellenwert als in den Vorjahren. Es definierte lediglich den Kurs, den die SNB verfolgt hätte, wenn die Geldnachfrage stabil geblieben wäre. Die SNB betonte, dass das Wachstum der Notenbankgeldmenge voraussichtlich geringer als das Ziel von 3 % ausfallen werde. Das Ausmass des Rückgangs der Geldnachfrage war jedoch nicht zuverlässig prognostizierbar, so dass die SNB darauf verzichtete, das Ziel von 3 % entsprechend zu senken. Ferner beschloss die SNB, die inländischen Geldmarktsätze – wie dies die ökonomische Theorie verlangt – als zusätzliche geldpolitische Indikatoren heranzuziehen, um Anhaltspunkte über das Ausmass des Nachfragerückgangs zu gewinnen (SNB, 1989, 8–11).³

Die Geldmarktsätze vermittelten eine klare Botschaft. Der Satz für dreimonatige Einlagen am Eurofrankenmarkt sank von durchschnittlich 3,64 % im Dezember 1987 auf einen Tiefpunkt von durchschnittlich 1,63 % im Februar 1988 und verharrte bis zum April 1988 ungefähr auf diesem niedrigen Niveau. Die SNB reagierte auf den Zinsrückgang mit einem massiven Abbau der Giro Guthaben der Banken, die von durchschnittlich 8,9 Mrd. Franken im Januar 1988 auf 6,1 Mrd. Franken im April fielen.⁴ Als Folge des Liquiditätsabbaus, der bis Ende 1989 fortgesetzt wurde, nahmen die Geldmarktsätze im Mai 1988 wieder zu und kehrten bis zum Herbst 1988 auf das Vorjahresniveau zurück. Hätte sich die SNB hingegen am Wechselkurs orientiert, hätte sie Anfang 1988 noch keinen Anlass gehabt, dem Bankensystem Liquidität zu entziehen, weil der Schweizer

² Bei vollkommener Substituierbarkeit von zinstragenden In- und Auslandaktiven wären sowohl ein Zins- als auch ein Wechselkursziel optimal. Stabilisierte die SNB den Wechselkurs, bliebe bei konstanten ausländischen Zinssätzen der erwartete Ertrag auf Auslandsaktiven (errechnet unter Berücksichtigung der erwarteten Wechselkursveränderung) ebenfalls stabil. Die inländischen Zinssätze gingen somit nicht zurück.

³ Die SNB sah jedoch davon ab, ein Zinsziel festzulegen. Der Grund für diesen Entscheid ist in SNB (1989, 10) dargelegt.

⁴ Soweit keine anderen Quellen erwähnt werden, stammen die in diesem Aufsatz verwendeten Daten aus dem Monatsbericht der SNB.

Franken trotz dem Zinsrückgang bis zum Frühsommer stark blieb. Die Behauptung, die SNB habe die falsche geldpolitische Strategie verfolgt, ist somit unberechtigt. Man kann ihr im nachhinein höchstens vorwerfen, sie habe die Signale, die von den Geldmarktsätzen ausgingen, nicht ernst genug genommen und die Notenbankgeldmenge zu wenig rasch abgebaut.

Capitelli und Buomberger missverstehen die Analyse von Poole auch in einem grundsätzlichen Sinne. Sie erwecken den Eindruck, Poole propagiere eine geldpolitische Strategie, unter der die Zentralbank je nach Art der Störung ihre Zielgrösse wechseln sollte. Poole vertritt jedoch überhaupt nicht diese Meinung. Er ist vielmehr der Ansicht, die Zentralbanken seien in der Regel gar nicht fähig, die Natur und das Ausmass der Störungen, welche die Volkswirtschaft beeinflussen, rechtzeitig zu erkennen. Poole lehnt daher einen geldpolitischen Aktivismus ab, der sich in einem ständigen Wechsel der Zielgrösse äussert. Er empfiehlt den Zentralbanken, eine stetige Geldpolitik zu führen. Sie sollten sich für eine bestimmte geldpolitische Strategie entscheiden und diese kompromisslos durchziehen. Sie sollten ihre geldpolitische Strategie so wählen, dass die schädlichen Wirkungen jener Art von Störungen, die in der Volkswirtschaft am häufigsten auftreten, beseitigt oder gemildert werden. Die gewählte geldpolitische Strategie ist in diesem Falle nicht für jede Art von Störung optimal; es ist möglich, dass vorübergehende Teuerungssprünge auftreten. Dieser Nachteil einer stetigen Politik muss nach Poole jedoch in Kauf genommen werden. Er ist ständigen Strategiewechseln vorzuziehen, da ein teuerungspolitisches "Finetuning" mehr Schaden als Nutzen stiften dürfte.

Buomberger und Capitelli (1990, 606) setzen sich zwar auch für Stetigkeit ein. Es ist jedoch zweifelhaft, ob das Postulat der Stetigkeit mit ihrer Forderung nach mehr Pragmatismus in der schweizerischen Geldpolitik in Einklang gebracht werden kann. Auf jeden Fall widerspricht der von Capitelli und Buomberger geforderte Pragmatismus bei der Wahl der geldpolitischen Zielgrösse dem Anliegen von Poole.

2. Die angebliche "Neuorientierung" der schweizerischen Geldpolitik im Jahre 1984

Capitelli und Buomberger (1990) behaupten, im Jahre 1984 habe eine "Neuorientierung" der schweizerischen Geldpolitik stattgefunden. Bis zu jenem Zeitpunkt habe in der schweizerischen Geldpolitik das goldene 'Zeitalter' geherrscht. Die SNB habe bei der Steuerung des Preisniveaus und des Wechselkurses eine "relativ glückliche Hand" bewiesen. Im Jahre 1984 habe hingegen das eherne 'Zeitalter' eingesetzt.

Wie änderte die SNB ihre geldpolitische Strategie im Jahre 1984 konkret? Capitelli und Buomberger liefern auf diese Frage keine klare Antwort. Sie erwähnen die Einführung des Interbank-Zahlungssystems SIC und die Revision der Liquiditätsvorschriften, welche die Geldmengensteuerung in der Schweiz erschwerten (Capi-

telli/Buomberger, 1990). Diese beiden Innovationen begannen die schweizerische Geldpolitik jedoch erst Anfang 1988 zu beeinflussen. Ferner behaupten sie, die SNB habe ihre Geldmengenziele "seit Mitte der achtziger Jahre laufend verfehlt" (Buomberger/Capitelli, 1990, 603). Tatsache ist, dass die SNB ihre Geldmengenziele in den Jahren 1978, 1980–81 und 1988–90 deutlich verfehlte, während sie diese in der Periode 1984–87 besser als je zuvor erfüllte (Rich, 1989, 346). Gerade in der Periode 1984–87 agierte die SNB vergleichsweise erfolgreich. Die Teuerung bildete sich tendenziell zurück, während das durchschnittliche Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts etwas höher als in den meisten umliegenden Ländern ausfiel.

Capitelli und Buomberger überzeichnen die Unterschiede zwischen dem goldenen und ehernen 'Zeitalter' auch in anderer Hinsicht. Den beiden Autoren ist gewiss zuzustimmen, wenn sie die Schwierigkeiten betonen, die der Geldpolitik ab 1988 aus der Revision der Liquiditätsvorschriften und der Einführung von SIC erwuchsen. Davon abgesehen sah sich die SNB jedoch sowohl im goldenen als auch ehernen 'Zeitalter' vor ähnliche Herausforderungen gestellt.

Capitelli und Buomberger erklären, die SNB sei in den Jahren 1980–81 aus Wechselkursgründen vom Geldmengenziel abgewichen, während die jüngsten Abweichungen "vorwiegend auf den Börsensturz vom Oktober 1987 sowie auf strukturelle Änderungen im schweizerischen Finanzsektor zurückzuführen" seien (Capitelli/Buomberger, 1990). Wie dem Geschäftsbericht der SNB (1988, 8) entnommen werden kann, erklärt sich die leichte Zielüberschreitung von 1987 vor allem aus der damaligen Stärkeneigung des Schweizer Frankens. Der Börsensturz beeinflusste die Geldmengenentwicklung erst gegen das Ende des Jahres 1987. Er wirkte sich vor allem auf die Geldpolitik von 1988 aus, indem er die SNB bewog, das Geldangebot mit grosser Vorsicht an den Nachfragerückgang anzupassen. Die Ursachen für die Zielabweichungen von 1989 und 1990 liegen nicht nur im erwähnten Nachfragerückgang, sondern auch in der Tatsache, dass die SNB auf den unerwartet kräftigen Teuerungsanstieg und die bis zum Frühjahr 1990 anhaltende Frankenschwäche Rücksicht nahm.

Umgekehrt waren die Zielunterschreitungen von 1980–81 nicht – wie Capitelli und Buomberger behaupten – ausschliesslich wechselkursbedingt. Aus dem Geschäftsbericht der SNB (1981, 8) für das Jahr 1980 geht nämlich hervor, dass diese neben der Frankenschwäche den Notenumlauf, der weniger stark als erwartet stieg, als Grund für die Zielunterschreitung anführte. Die SNB erklärte den Prognosefehler beim Notenumlauf teilweise mit der im Jahre 1980 erfolgten Aufhebung des Verzinsungsverbots und des Negativzinses für Anlagen von Ausländern. Die ausländischen Anleger sahen sich veranlasst, ihre Bestände an inländischen Banknoten, die sie zur Umgehung dieser Beschränkungen gehortet hatten, abzubauen.

Untersuchungen zur schweizerischen Geldnachfrage, die später durchgeführt wurden, kommen zum Schluss, dass sich die Nachfrage nach Notenbankgeld Anfang der achtziger Jahre in der Tat vorübergehend instabil verhielt (Rich, 1987; *Belongia*, 1988; *Eutlin*, 1989). Wie Ende der achtziger Jahre stieg die Geldnachfrage damals nicht im

erwarteten Ausmass. Capitelli und Buomberger (1990) täuschen sich daher mit der Feststellung, im goldenen 'Zeitalter' seien keine "[s]chwerwiegende[n] Instabilitäten zwischen monetärer Basis und dem letztlich interessierenden Preisziel" aufgetreten.

Diese Ausführungen zeigen deutlich, dass die SNB in beiden 'Zeitaltern' ähnliche Probleme zu lösen hatte. So bekundete sie wiederholt Mühe, ihr mittel- und langfristiges Ziel eines stabilen Preisniveaus mit ihrem Bestreben in Einklang zu bringen, die schweizerische Volkswirtschaft vor übermässigen Wechselkursausschlägen und anderen kurzfristigen Störungen zu schützen. Der Übergang zu einem temporären Wechselkursziel im Herbst 1978 und die damit verbundene Ausweitung der Geldmenge bewirkte einen Wiederanstieg der Teuerung, die im September 1981 einen Höhepunkt von 7,5 % erreichte. Gegenwärtig besteht – wie ich schon ausführte – eine ähnliche Lage, indem die Rücksichtnahme auf die Frankenstärke und den Börsensturz im Jahre 1987 und Anfang 1988 zum Teuerungsanstieg beitrug. Unerwartete oder schwer prognostizierbare Verschiebungen der Nachfrage nach Notenbankgeld traten ebenfalls im goldenen und ehernen 'Zeitalter' auf und störten die Geldpolitik. Der überraschende Nachfragerückgang am Anfang der achtziger Jahre dürfte für die Tatsache verantwortlich sein, dass sich die Teuerung nach 1981 wesentlich langsamer als in den siebziger Jahren zurückbildete (*Rich*, 1987).⁵

Ich möchte Capitelli und Buombergers Analyse jedoch insofern zustimmen, als sich die SNB Anfang der achtziger Jahre in einer komfortableren Lage befand als heute. Obwohl sie auch damals mit einem deutlichen Teuerungsanstieg zu kämpfen hatte, konnte sie immer noch bessere – oder zumindest nicht schlechtere – Ergebnisse als die ausländischen Währungsbehörden vorweisen. Demgegenüber lebt die SNB gegenwärtig mit der für sie unangenehmen Tatsache, dass sich die Teuerung in der Schweiz stärker beschleunigt hat als in den umliegenden Ländern. Auf diese Weise mag der Eindruck entstehen, wir lebten heute in einem ehernen 'Zeitalter'. Dennoch finde ich es unverständlich, weshalb Capitelli und Buomberger dem Jahr 1984 eine solche Bedeutung beimessen.

⁵ Buombergers und Capitellis Analyse der schweizerischen Geldpolitik seit 1973 ist noch in anderer Hinsicht mangelhaft. Sie behaupten, die SNB habe sich, als sie Ende 1979 die Notenbankgeldmenge anstelle der Geldmenge M1 als Zielgrösse wählte, "stark an das ökonomische Lehrbuch gehalten" (1990, S. 609). Diese Behauptung ist insofern nicht ganz richtig, als sich die Gründe, welche die SNB für den Zielwechsel anführte, im nachhinein teilweise als falsch erwiesen. So verhielt sich die Nachfrage nach M1 Ende der siebziger Jahre nicht – wie die SNB glaubte – instabil. Es ist auch fraglich, ob die Nachfrage nach M1 signifikant auf Wechselkurserwartungen reagierte. Dennoch war der Zielwechsel nach meiner Ansicht gerechtfertigt (vgl. *Rich*, 1985; *Hermann/Rich*, 1988).

3. Das ökonometrische Modell und die Simulationsrechnungen

Capitelli und Buomberger präsentieren ein kleines makroökonomisches Modell für die Schweiz, um die Wirkungen der von ihnen propagierten, wechselkursorientierten Geldpolitik zu untersuchen. Leider ist ihre Darstellung des Modells wenig transparent. Deshalb ist es möglich, dass meine Kritik an ihrem Modell den Nagel nicht in allen Teilen auf den Kopf trifft. Capitelli und Buombergers Simulationen geben zu den folgenden Bemerkungen Anlass:

- Der vektor-autoregressive (VAR) Ansatz besitzt den Vorteil, dass der geldpolitische Transmissionsmechanismus nicht explizit modelliert werden muss. Der Forscher kann vielmehr die Statistiken “sprechen lassen” und auf diese Weise versuchen, den Transmissionsmechanismus aus den Daten herauszudestillieren. Dieser Vorteil wird freilich um zwei schwerwiegende Nachteile erkauft. Zum einen sind die Ergebnisse von VAR-Schätzungen häufig schwer interpretierbar; manchmal produziert der Computer baren ökonomischen Unsinn. Zum andern benötigen VAR-Schätzungen eine hohe Zahl von Freiheitsgraden, die rasch aufgebraucht sind, wenn nicht lange Datenreihen zur Verfügung stehen.
- Sofern ich Capitelli und Buomberger richtig verstehe, schätzen sie ihr Modell anhand von Monatsdaten für die Periode von Juli 1987 bis Dezember 1989. Die Schätzperiode ist mit 30 Beobachtungen relativ kurz. Offensichtlich verfügen Capitelli und Buomberger nur über eine geringe Zahl von Freiheitsgraden. Dies zwingt sie, theoretisches Vorwissen in die Schätzungen einfließen zu lassen und für gewisse Parameter des Modells Werte vorzugeben. Diese entsprechenden Annahmen sind für den Aussenstehenden nicht durchschaubar. Sie beeinflussen aber natürlich die Ergebnisse.
- Dazu kommen zwei weitere Mängel ihrer empirischen Untersuchung. In der Schweiz verstreichen normalerweise zwei bis drei Jahre, bis eine Änderung des Geldmengenwachstums die Teuerung deutlich beeinflusst. Die von Capitelli und Buomberger gewählte Schätzperiode von $2\frac{1}{2}$ Jahren ist somit nicht genügend lang, um die vollen Wirkungen von Änderungen des Geldmengenwachstums aus den Daten herauszulesen. Dazu kommt, dass die Beziehung zwischen Preisniveau und Notenbankgeldmenge in der von Capitelli und Buomberger untersuchten Periode – aus den oben erwähnten Gründen – völlig verzerrt war. Der Leser sucht vergeblich nach einer Antwort auf die Frage, ob und wie Capitelli und Buomberger diese Verzerrung in ihren Schätzungen berücksichtigen.

4. Sind die Argumente zugunsten der vorgeschlagenen geldpolitischen Strategie plausibel?

Capitelli und Buomberger vertreten die Meinung, die SNB hätte Mitte 1987 ihre geldpolitische Strategie ändern und zu einem Wechselkursziel übergehen sollen. Sie hätten freilich nicht den Wechselkurs fixiert, sondern eine kontinuierliche leichte Abwertung des Schweizer Frankens – gemessen am nominalen effektiven Wechselkursindex – zugelassen. Die angestrebte Abwertung hätte ungefähr dem effektiv beobachteten, fallenden Wechselkurstrend entsprochen und rund 2 % pro Jahr betragen.⁶ Diese wechsellkursorientierte, geldpolitische Strategie hätte der Schweiz Ende 1989 tiefere Zinssätze und eine tiefere Teuerungsrate als die effektiv erzielten Werte beschert.

Ich habe grosse Mühe, die Plausibilität der Argumente, die Capitelli und Buomberger zugunsten einer wechsellkursorientierten Geldpolitik vorbringen, zu beurteilen. Die Präsentation ihrer Simulationen ist – wie die Darstellung ihres Modells – für den Leser nicht völlig durchschaubar. So ist der Leser von Capitelli und Buombergers Aufsatz nicht imstande, ihre Simulationen nachzuvollziehen.⁷ Vor allem sollte der Anpassungspfad für die Notenbankgeldmenge beschrieben werden, der nach ihrer Ansicht die angestrebte Entwicklung des effektiven Wechselkurses herbeigeführt hätte. Wie soll sich die SNB überzeugen lassen, wenn sie nicht weiss, wie sie die Notenbankgeldmenge unter der propagierten Strategie hätte steuern sollen?

Capitelli und Buomberger unterlassen es ferner, sich zur Frage zu äussern, wie sie die von ihnen vorgeschlagene Strategie konkret in die geldpolitische Praxis umgesetzt hätten. Die SNB hätte einen solchen Strategiewechsel grundsätzlich auf drei Arten vollziehen können:

- Die SNB kündigt Mitte 1987 öffentlich an, sie wolle zu einer wechsellkursorientierten Strategie übergehen und die Geldmenge fortan so steuern, dass daraus eine kontinuierliche leichte Abwertung des Schweizer Frankens resultiert.
- Die SNB vollzieht diesen Strategiewechsel, ohne der Öffentlichkeit reinen Wein einzuschenken.
- Die SNB legt ein explizites, für sie verbindliches Wechselkursziel fest. Dieses Ziel muss – um den Absichten von Capitelli und Buomberger zu entsprechen – die Form einer kriechenden Parität (crawling peg) für den Schweizer Franken annehmen, d.h. die SNB kündigt an, sie werde den festgelegten Frankenkurs um jährlich 2 % senken.

⁶ Die Abwertungsrate von 2 % ergibt sich aus der Steigung der gestrichelten Linie in Capitelli und Buombergers Grafik 2. Man beachte, dass der realisierte Wert des nominalen Wechselkurses im Juli 1987 unter der simulierten Grösse lag. Die Zahl von 2 % überschätzt daher möglicherweise die Abwertung, die Capitelli und Buomberger angestrebt hätten. Die folgenden Ausführungen bleiben in der Substanz unverändert, wenn die angestrebte Abwertung nur 1 % betragen hätte.

⁷ Capitelli und Buomberger hätten zur Transparenz ihrer Argumentation wesentlich beitragen können, wenn sie ihren Aufsatz mit einem technischen Anhang ausgestattet hätten, in dem sie die Schätzgleichungen offenlegen und die Simulationen im Detail erläutern.

Wahrscheinlich wäre nur die dritte Methode zweckmässig gewesen. Es ist für die SNB erfahrungsgemäss schwierig, die kurzfristigen Wirkungen von Änderungen der Notenbankgeldmenge auf den Wechselkurs vorauszusagen. Daher bezweifle ich, dass die SNB mit der ersten Methode das von ihr angestrebte Wechselkursziel wirklich erreicht hätte. Die zweite Methode widerspräche darüber hinaus der von Capitelli und Buomberger (1990) zumindest indirekt geforderten Transparenz der schweizerischen Geldpolitik. Die dritte Methode würde der SNB gestatten, das angestrebte Wechselkursziel zu erreichen. Die SNB verlöre jedoch gleichzeitig die Kontrolle über die Entwicklung der Notenbankgeldmenge. Sie müsste die Veränderungen der Notenbankgeldmenge passiv hinnehmen, die ihr durch das Wechselkursziel aufoktroiert würden.⁸ Dies wäre der Preis, den die SNB für den Übergang zu einer wechselkursorientierten Strategie bezahlen müsste.

Die vorgeschlagene Ausrichtung auf den Wechselkurs hätte nach Auffassung von Capitelli und Buomberger (1990) von Mitte 1987 bis in den Sommer 1988 "eine deutlich restriktivere Geldpolitik vorausgesetzt, als die SNB tatsächlich betrieb". Vom Sommer 1988 an hätte die SNB hingegen einen expansiveren Kurs gesteuert, als sie effektiv verfolgte. Der nominale Wechselkurs des Schweizer Frankens, der in der zweiten Hälfte 1987 vorübergehend stieg, wäre von November 1987 bis März 1988 unter und anschliessend über den tatsächlich realisierten Werten gelegen.

Die Simulationsergebnisse, die Capitelli und Buomberger vorlegen, erscheinen mir unplausibel. Die von ihnen propagierte Strategie hätte die SNB gezwungen, von Mitte 1987 bis in den Sommer 1988 eine restriktivere Geldpolitik zu führen, als dies tatsächlich der Fall war. Gleichzeitig hätte die SNB den Höhenflug des Frankens, der bis Ende 1987 anhielt, deutlich gebremst. Ich kenne kein Rezept, wie die SNB mit einer Verschärfung ihrer Geldpolitik den Franken schwächen kann. Ich hätte es begrüsst, wenn Capitelli und Buomberger die geldpolitische Akrobatik offengelegt hätten, die ihnen gestattet, dieses bemerkenswerte Kunststück zu vollbringen.

Ebenso zweifelhaft erscheint mir die von ihnen simulierte schnelle Reaktion des Preisniveaus auf die Verschärfung der Geldpolitik. Aus ihrer Grafik 4 ist ersichtlich, dass die Konsumentenpreise schon ein Jahr nach der Verschärfung der Geldpolitik das tatsächlich realisierte Niveau um gut 1 % unterschritten hätten. Dieses Ergebnis, das den in der Wirklichkeit beobachteten, langen Anpassungszeiten des Preisniveaus an Änderungen der Geldpolitik widerspricht, hätte zumindest eine Erklärung bedurft.

Ferner verstehe ich nicht, wie Capitelli und Buombergers Strategie den massiven Anstieg der schweizerischen Zinssätze im Jahre 1989 gemässigt hätte. Es ist zwar möglich, dass die schweizerischen Geldmarktsätze – wie ihre Grafik 3 zeigt – ab Ende 1988 für eine Weile weniger stark in die Höhe geklettert wären, als dies tatsächlich der Fall war. Die Ankündigung, die SNB werden den Aussenwert des Frankens um 2 % pro Jahr sinken lassen, hätte jedoch dazu geführt, dass die Anleger auf ihren Frankenaktiven einen

⁸ Als Zentralbank eines Landes, das eng mit der Weltwirtschaft verflochten ist, kann die SNB nicht gleichzeitig die Notenbankgeldmenge und den Wechselkurs steuern.

wechselkursbedingten Kapitalverlust erlitten hätten. Ferner hätte Capitelli und Buombergers Strategie der Wechselkursstabilisierung das Kursrisiko auf Auslandaktiven verringert. Der Zinsvorteil auf Auslandaktiven, gepaart mit der völlig gewissen Frankenabwertung, hätte die Anleger dazu veranlasst, Kapital von der Schweiz ins Ausland zu verschieben. Die hätte die schweizerischen Zinssätze in die Höhe getrieben. Die schweizerischen Zinssätze wären mittel- und längerfristig sogar stärker gestiegen als jene im Ausland. Die relative Zunahme der schweizerischen Zinssätze wäre notwendig gewesen, um die Anleger für den wechselkursbedingten Kapitalverlust auf ihren Frankenaktiven zu entschädigen. Bei einer angestrebten Frankenabwertung von 2 % hätten die Zinssätze in der Schweiz jene im Ausland auf die Länge um ebenfalls 2 % übertreffen müssen.

Nehmen wir an, dieses Muster hätte für die Entwicklung der Zinssätze in der Schweiz relativ zu jenen in Deutschland – unserem wichtigsten Handelspartner – gegolten. Mitte 1987 befanden sich die Sätze für dreimonatige Bankeinlagen in beiden Ländern ungefähr auf dem gleichen Niveau von rund 3,7 %. Bis zum Januar 1990 stieg dieser Satz in Deutschland auf durchschnittlich 8,2 %, während sich die entsprechende Vergütung in der Schweiz noch stärker auf 9,5 % erhöhte. Die tatsächliche Entwicklung der schweizerischen Zinssätze stimmt somit ungefähr mit dem Muster überein, das sich bei der von Capitelli und Buomberger angestrebten tendenziellen Abschwächung des Schweizer Frankens ergeben hätte.⁹ Aus diesem Grunde finde ich es unwahrscheinlich, dass Capitelli und Buombergers Strategie den schweizerischen Dreimonatssatz bis Ende 1989 lediglich auf 6,5 % erhöht hätte (vgl. ihre Grafik 3). Es ist ohnehin fraglich, ob sich die Schweiz vom massiven Zinsanstieg im Ausland hätte abkoppeln können.

Auch die schweizerische Teuerung hätte nach meiner Meinung ungefähr der tatsächlichen Entwicklung entsprochen. Allein die von Capitelli und Buomberger angestrebte leichte Frankenabwertung hätte dazu geführt, dass die Teuerung in der Schweiz etwas höher als im Ausland ausgefallen wäre. Die spezifische schweizerische Bindung der Mieten an die Hypothekarzinsen, die auch unter Capitelli und Buombergers Strategie massiv gestiegen wären, hätte den Preisauftrieb zusätzlich verstärkt. Daher bezweifle ich, dass "heute eher bundesdeutsche als schweizerische Inflationsverhältnisse" (Capitelli/Buomberger, 1990) bestünden, wenn die SNB die Vorschläge der beiden Autoren beherzigt hätte.

Schliesslich kann man sich fragen, weshalb sich die SNB Mitte 1987 veranlasst gesehen hätte, ihre geldpolitische Strategie zu ändern. Soweit die Geldpolitik der SNB damals überhaupt auf Kritik stiess, wurde sie angesichts der Frankenstärke eher als zu restriktiv eingeschätzt. Nach dem Börsensturz mehrten sich die Stimmen jener, welche die SNB zu einer Lockerung ihrer Geldpolitik aufforderten. Kaum jemand befürwortete eine Straffung der geldpolitischen Zügel. Das SIC nahm zwar im Sommer 1987 seine

⁹ Die Differenz zwischen dem schweizerischen und deutschen Geldmarksatz müsste der Abwertungsrate von 2 % (vgl. auch Fussnote 6) entsprechen, falls sich die Franken/D-Mark-Relation ähnlich wie der nominale effektive Wechselkurs entwickelt hätte.

Tätigkeit auf, doch begann es erst ein Jahr später seine volle Wirkung zu entfalten. Es versteht sich von selbst, das wir im nachhinein immer klüger sind. Hätten Capitelli und Buomberger die schweizerische geldpolitische Strategie Mitte 1987 nicht nur im nachhinein, sondern auch aufgrund des damaligen Informationsstandes geändert? Glücklicherweise lässt sich diese Frage eindeutig beantworten. So erklärte Buomberger in einem Interview, das am 9. November 1987 in den "Luzerner Neuesten Nachrichten" erschien:

"Nachdem die SBG den Kurs der Nationalbank auch schon kritisiert hat, stellen wir ihr für 1987 bisher ein gutes Zeugnis aus. Ihre Politik, die auf Geldwertstabilität beruht, ist absolut die richtige."

5. Schlussfolgerungen

In diesem Aufsatz wurde Capitelli und Buombergers Vorschlag einer wechsellkurs-orientierten geldpolitischen Strategie kritisch gewürdigt. Die beiden Autoren vertreten die Meinung, die SNB hätte den jüngsten Zins- und Teuerungsanstieg zumindest teilweise vermeiden können, wenn sie Mitte 1987 ihr Geldmengen- durch ein Wechselkursziel ersetzt hätte. Eine kritische Prüfung ihrer Modellsimulationen führt jedoch zum Schluss, dass ihre Ergebnisse nicht zu überzeugen vermögen. Hätte die SNB die von Capitelli und Buomberger vorgeschlagene Strategie angewandt, wären die schweizerischen Geldmarktsätze wahrscheinlich im selben Ausmass gestiegen, wie sie effektiv zunahmen. Auch die schweizerische Teuerung hätte sich stärker erhöht, als dies Capitelli und Buombergers Simulationen andeuten.

Trotz meiner Kritik an Capitelli und Buomberger möchte ich nicht den Eindruck erwecken, die SNB sei mit der Geldpolitik, die sie seit 1988 führt, völlig zufrieden. Selbstverständlich fragen auch wir uns im nachhinein, ob wir die richtige geldpolitische Strategie verfolgten. So hätten wir uns gewiss einige Probleme erspart, wenn wir die Giro Guthaben der Banken im Jahre 1988 noch rascher und entschiedener abgebaut hätten, als dies tatsächlich der Fall war. Capitelli und Buombergers Vorwurf, die SNB habe damals den falschen geldpolitischen Indikator verfolgt, ist jedoch unbegründet. Die Kritiker können der SNB höchstens vorwerfen, sie habe den von ihr verwendeten, aussagekräftigen Indikator nicht ernst genug genommen. Ferner kann man sich fragen, ob die SNB die ausgeprägte Frankenschwäche im Jahre 1989 nicht früher hätte bekämpfen sollen. Dabei wäre es freilich verfehlt, die Schwierigkeiten zu verkennen, die aus einem wechsellkurspolitischen "Finetuning" erwachsen. Wie ich unter Ziffer 2 zeigte, treten häufig Konflikte zwischen dem Ziel eines stabilen Preisniveaus und der Forderung nach vermehrter Wechselkursstabilität auf. Deshalb bezweifle ich, dass die SNB bessere geldpolitische Resultate als bis anhin erzielen könnte, wenn sie sich zum Pragmatismus bekehrte, den Capitelli und Buomberger propagieren. Der Wechselkurs ist kein Deus ex machina, der die SNB in schwierigen Situationen problemlos über die Runden bringt.

Literatur

- Belongia, Michael* (1988): Stability of Swiss Money Demand. Geld, Währung und Konjunktur, Quartalsheft der SNB 6, März 68 – 74.
- Buomberger, Peter/Capitelli, René* (1990): Geldpolitik – welche Strategie? Schweizer Monatshefte 70, 603 – 615.
- Capitelli, René/Buomberger, Peter* (1990): Zur Geldpolitik der achtziger Jahre: Einige grundsätzliche Überlegungen. Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik 126, Dezember, 535 – 551.
- Ettlin, Franz* (1989): Der schweizerische Notenumlauf 1962 – 1988. Geld, Währung und Konjunktur. Quartalsheft der SNB 7, September, 257 – 268.
- Hermann, Werner/Rich, Georg* (1988): Zinssätze und Wechselkurse in der Schweiz – McKinnons unsichtbare Hand. In: *Issing, Otmar* (Hrsg.), Wechselkursstabilisierung, EWS und Weltwährungssystem. Hamburg, 161 – 187.
- Lusser, Markus* (1990): Referat vor der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank. Geld, Währung und Konjunktur. Quartalsheft der SNB 8, Juni, 149 – 156.
- Poole, William* (1970): Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model. Quarterly Journal of Economics 84, Mai, 197 – 216.
- Rich, Georg* (1985): Die Inflationsbekämpfung als Aufgabe der schweizerischen Geldpolitik. Geld, Währung und Konjunktur. Quartalsheft der SNB 3, März, 60 – 69.
- Rich, Georg* (1987): Swiss and United States Monetary Policy. Has Monetarism Failed? Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Review 73, Mai/Juni, 3 – 16.
- Rich, Georg* (1989): Geldmengenziele und schweizerische Geldpolitik: eine Standortbestimmung. Geld, Währung und Konjunktur. Quartalsheft der SNB 7, Dezember, 345 – 360.
- Schweizerische Nationalbank* (1981): 73. Geschäftsbericht 1980, Bern.
- Schweizerische Nationalbank* (1988): 80. Geschäftsbericht 1987, Bern.
- Schweizerische Nationalbank* (1989): 81. Geschäftsbericht 1988, Bern.

Zusammenfassung

*Capitelli und Buomberger zur schweizerischen Geldpolitik:
Der Wechselkurs als Deus ex machina?*

In diesem Aufsatz wird Capitellis und Buombergers Vorschlag einer wechselkursorientierten, geldpolitischen Strategie kritisch gewürdigt. Die beiden Autoren sind der Meinung, die Schweizerische Nationalbank hätte den jüngsten Zins- und Teuerungsanstieg zumindest teilweise vermeiden können, wenn sie ihr Geldmengenziel Mitte 1987 durch ein Wechselkursziel ersetzt hätte. Eine kritische Prüfung ihrer Simulationen führt jedoch zum Schluss, dass ihre Ergebnisse nicht zu überzeugen vermögen. Hätte die SNB die von ihnen vorgeschlagene Strategie angewandt, wären die schweizerischen Geldmarktsätze wahrscheinlich im selben Ausmass gestiegen, wie sie effektiv zunahmen. Auch die schweizerische Teuerung hätte sich stärker erhöht, als dies Capitellis und Buombergers Simulationen andeuten.

Résumé

*La politique monétaire suisse selon MM. Capitelli et Buomberger:
le Taux de Change comme Deus ex machina?*

L'objet de cet article est l'examen critique de la proposition de Messieurs Capitelli et Buomberger concernant l'adoption d'une politique monétaire axée directement sur le taux de change. Selon ces deux auteurs, la Banque nationale suisse aurait pu éviter, du moins partiellement, la récente hausse des taux d'intérêt et de l'inflation en Suisse, si elle avait remplacé son objectif de croissance monétaire à la mi-1987 par un objectif de taux de change. Un examen critique des simulations de MM. Capitelli et Buomberger ne permet toutefois pas de confirmer la pertinence des résultats obtenus. En fait, si la BNS avait recouru à la stratégie proposée, la hausse des taux d'intérêt sur le marché monétaire suisse aurait selon toute vraisemblance été de la même ampleur que celle observée. De plus, l'inflation se serait accélérée plus fortement qu'indiqué par les simulations sous examen.

Summary

*Capitelli and Buomberger on Swiss Monetary Policy:
The Exchange Rate as Deus ex machina?*

The purpose of this paper is to assess critically Capitelli & Buomberger's proposal for a monetary policy strategy directed at the exchange rate. According to these authors, the Swiss National Bank could have avoided – at least in part – the recent sharp increase in Swiss interest rates and inflation if it had replaced its money stock target by an exchange rate target in the middle of 1987. A critical evaluation of their simulations, however, leads to the conclusion that their results are unconvincing. Had the SNB applied the strategy proposed by Capitelli & Buomberger, Swiss short-term interest rates would have risen to the same extent as they actually did. Moreover, Swiss inflation would have increased more strongly than indicated by Capitelli & Buomberger's simulations.