

NZZ **Libro**

Die Schweizerische Nationalbank 1907–2007

Die Schweizerische Nationalbank, 1907–2007

Mit Beiträgen von Werner Abegg, Ernst Baltensperger u. a.
Mit einem Vorwort von Jean-Pierre Roth und Ulrich Kohli

Herausgeberin

Schweizerische Nationalbank, Zürich

© 2007 Schweizerische Nationalbank, Zürich

Vertrieb: Verlag Neue Zürcher Zeitung, Zürich

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine Vervielfältigung dieses Werks oder von Teilen dieses Werks ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der Bestimmungen des Urheberrechtsgesetzes in der jeweils geltenden Fassung zulässig. Sie ist grundsätzlich vergütungspflichtig. Zuwiderhandlungen unterliegen den Strafbestimmungen des Urheberrechts.

Gestaltung: Heinz Egli, Zürich

Druckvorstufe, Druck: NZZ Fretz AG, Schlieren

Einband: Buchbinderei Burkhardt AG, Mönchaltorf

Papier: Munken Lynx, 80 gm, holzfrei

Printed in Switzerland

ISBN 978-3-03823-280-3

www.nzz-libro.ch

NZZ Libro ist ein Imprint der Neuen Zürcher Zeitung



Mix
Produktgruppe aus vorbildlich bewirtschafteten
Wäldern und anderen kontrollierten Herkünften
www.fsc.org Zert.-Nr. SCS-COC-100022
© 1996 Forest Stewardship Council

Vorwort

Seit die Schweizerische Nationalbank am 20. Juni 1907 erstmals ihre Schalter öffnete, ist ein volles Jahrhundert verstrichen. Wir nehmen dies zum Anlass, mit der vorliegenden Festschrift auf die Geschichte der Bank zurückzublicken. Dabei ist es uns ein Anliegen, an die im Hause verfassten Jubiläumsschriften von 1932, 1957 und 1982 anzuknüpfen. Der Blick von aussen soll aber auch nicht fehlen. Wir haben uns daher zugunsten eines dreiteiligen Werks entschieden.

Für den ersten Teil – der sich den bereits in den früheren Jubiläumsschriften behandelten Jahren 1907 bis 1982 aus grösserer Distanz widmet – konnten drei international renommierte externe Autoren gewonnen werden. Die Aufarbeitung des letzten Vierteljahrhunderts, dem der zweite Teil gewidmet ist, übertrugen wir in Anlehnung an die früheren Jubiläumsschriften bankinternen Autoren. Die Autoren beider Teile haben wir eingeladen, sich historisch-kritisch mit dem Stoff auseinanderzusetzen und die wichtigsten Entwicklungslinien herauszuarbeiten. Ihnen stand das Archiv der Bank ohne Einschränkungen zur Verfügung. Ein solches Vorgehen führt auf Kosten der Vollständigkeit zwangsläufig zu einer gewissen Schwerpunktbildung, und es lassen sich Überlappungen und unterschiedliche Interpretationen nicht immer vermeiden. Gemeinsam ist den Autoren jedoch das Bestreben, das historische Umfeld auszuleuchten, die Motive zu ergründen sowie die Konfliktfelder und Lösungsmöglichkeiten aufzuzeigen. Die Beiträge der ersten beiden Teile erscheinen in drei Landessprachen und in Englisch.

Der dritte Teil enthält eine Würdigung der Geldpolitik der letzten 25 Jahre, gefolgt von sieben Beiträgen zu Spezialthemen, welche die Nationalbank und andere Zentralbanken gegenwärtig beschäftigen. Er wurde von ausgewiesenen externen Spezialisten ausschliesslich in englischer Sprache verfasst. Es liegt in der Sache begründet, dass sich die Beiträge zu den Spezialthemen in erster Linie an ein Fachpublikum richten. Als Blick auf die Gegenwart und Ausblick auf die nähere Zukunft mögen sie aber auch einen weiteren Leserkreis interessieren. Mit dieser zeitlichen Ausweitung der Perspektive wird noch deutlicher, dass die Auseinandersetzung mit der Geschichte und den Problemen einer Institution immer auch zeitgebunden ist. Indem die vorliegende Festschrift die Sicht und das Verständnis der Dinge in unserer Zeit widerspiegelt, wird sie selbst zu einem historischen Dokument.

Eine aus Mitarbeitern der Nationalbank gebildete Redaktionskommission hat die Autoren begleitet und im Januar 2006 zu ausgewählten Kapiteln der Festschrift im Studienzentrum Gerzensee der SNB ein Seminar veranstaltet. Direktorium und Redaktionskommission danken allen Beteiligten für die grosse und wertvolle Arbeit. Sie wünschen diesem Buch eine breite Aufnahme in der Öffentlichkeit, in Politik und Wissenschaft und hoffen, dass die Beiträge helfen, das Verständnis für die Probleme der Notenbankpolitik, für deren Möglichkeiten und deren Grenzen, zu fördern und zu vertiefen.

Der Präsident des Direktoriums



Für die Redaktionskommission



Inhaltsverzeichnis

Teil 1

Die Zeit von 1907 bis 1982

1	Die Nationalbank 1907–1946: Glückliche Kindheit oder schwierige Jugend? MICHAEL BORDO UND HAROLD JAMES	
1.1	Einleitung	29
1.2	Ursprünge der Zentralbanktätigkeit	30
1.3	Doktrin	37
1.4	Die geldpolitischen Instrumente	41
1.5	Währungspolitik	47
1.5.1	Politische Risiken	48
1.5.2	Die Rückkehr zum Gold	48
1.5.3	Kooperation unter den Zentralbanken und der Golddevisenstandard	52
1.5.4	Die Kontroverse um die Abwertung	55
1.6	Die internationalen Kapitalflüsse	76
1.7	Der An- und Verkauf von Gold	80
1.8	Die Politik als Lender of Last Resort	87
1.9	Stabilisierungspolitik	94
1.9.1	Einleitung	94
1.9.2	Beurteilung anhand einer modernen Taylor-Regel	95
1.10	Die Nachkriegsordnung	97
1.11	Fazit	100
1.12	Anhang I: Die Wechselkurspolitik in den 1930er Jahren	102
1.12.1	Theorie	102
1.12.2	Simulationen	105

1.13	Anhang II: Anwendung der Taylor-Regel	107
1.13.1	Theorie	107
1.13.2	Schätzung einer Taylor-Regel für die Schweiz von 1914 bis 1945	108
1.13.3	Ex-post Evaluation der Geldpolitik der SNB von 1914 bis 1945	110
	Quellen und Literatur	113
2	Die Nationalbank 1945–1982: Von der Devisenbann-Wirtschaft zur Geldmengensteuerung bei flexiblen Wechselkursen PETER BERNHOLZ	
2.1	Einleitung	119
2.2	Der Weg aus der Isolation und die zögerliche Abschaffung der Devisenbann-Wirtschaft	124
2.2.1	Die Aussenwirtschaftspolitik	124
2.2.2	Die Geld- und Währungspolitik und die Devisenbann-Wirtschaft	127
	Der Konflikt zwischen Unterbewertung des Frankens und Geldmengenkontrolle	127
	Die Spaltung des Devisenmarktes	129
	Die administrative Kontrolle des Goldmarktes	134
	Der inhaltliche Widerstand der SNB gegen die Aufhebung von Marktsplaltung und Devisenbann-Wirtschaft	135
2.2.3	Die Beteiligung der SNB am Washingtoner Abkommen von 1946	143
2.2.4	Mit der Europäischen Zahlungsunion zur Konvertierbarkeit der westeuropäischen Währungen	146
	Grundzüge der Europäischen Zahlungsunion (EZU)	146
	Die Diskussion über den Beitritt der Schweiz	147
	Die Überschüsse der Schweiz gegenüber der EZU bis 1953 und ihre Bedeutung für die Zentralbankgeldmenge	149
	Die Auseinandersetzung mit dem Bund bezüglich Kursverlusten auf Goldübernahmen	152
	Die Mitwirkung der Schweiz in der EZU und der Übergang zum Europäischen Währungsabkommen (EWA)	153
2.3	Die Schweiz und das System von Bretton Woods	158
2.3.1	Ausgangslage	158
2.3.2	Der Bruch mit einer Tradition: Beteiligung der Nationalbank an internationalen Währungskrediten	159

2.3.3	Die Mitwirkung der Schweiz am Goldpool und im Zehnerclub	166
2.3.4	Die Entwicklung bis zum Ende des Systems von Bretton Woods	172
2.3.5	Die Behandlung der Aufwertungsverluste	179
2.4	Die Geldmengenpolitik bei flexiblen Wechselkursen	182
2.4.1	Ausgangslage und Probleme	182
2.4.2	Geldmengenpolitik und überschüssende Wechselkurse	185
2.4.3	Die Ausdehnung der Devisenbann-Wirtschaft	195
2.4.4	Die Beteiligung der Schweiz an internationalen Währungsmaßnahmen	198
2.5	Fazit	201
2.6	Tabellenanhang	203
	Quellen und Literatur	207

Teil 2

Die Zeit von 1982 bis 2007

3	Die Entwicklung der Weltwirtschaft EVELINE RUOSS UND MATHIAS ZURLINDEN	
3.1	Einleitung	215
3.2	Konjunkturschwankungen	217
3.3	Wachstumstrends	222
3.3.1	Industrieländer	222
3.3.2	Aufstrebende Volkswirtschaften und Entwicklungsländer	226
3.4	Geldpolitik und Inflationstrends	229
	Literatur	237
4	Die Geld- und Währungspolitik der Nationalbank	
4.1	Wirtschaftswachstum und Strukturwandel in der Schweiz	239
	JEAN-PIERRE JETZER UND MATHIAS ZURLINDEN	
4.1.1	Einleitung	239
4.1.2	Wirtschaftswachstum	240

4.1.3	Strukturwandel	241
4.1.4	Staat und Wirtschaftspolitik	243
4.2	Die konjunkturelle Entwicklung	247
	ANNE KLEINWEFERS LEHNER	
4.2.1	Erster Zyklus: 1982 bis 1990	247
4.2.2	Zweiter Zyklus: 1991 bis 2001	249
4.2.3	Die Konjunktur ab 2002	253
4.3	Die Geldmenge als monetäres Zwischenziel	254
	MICHEL PEYTRIGNET	
4.3.1	Einleitung	254
4.3.2	Jahresziele für die bereinigte Notenbankgeldmenge	256
	Allmähliche Wiederherstellung der Preisstabilität:	
	1980 bis 1985	256
	Die Übergangsperiode von 1986 bis 1990	260
4.3.3	Mehrjährige Zielvorgaben für die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge: 1991 bis 1999	263
4.3.4	Schlussfolgerungen	272
4.4	Der Weg zur Zinssteuerung und zur Inflationsprognose	273
	THOMAS J. JORDAN UND MICHEL PEYTRIGNET	
4.4.1	Gründe für die Änderung des geldpolitischen Konzepts	273
4.4.2	Eckwerte eines modernen Konzepts	275
4.4.3	Das neue Konzept der Nationalbank	276
	Explizite Definition der Preisstabilität als langfristiger Anker	277
	Inflationsprognose als Hauptindikator	278
	Zielband für den Dreimonatslibor als operatives Ziel	280
	Rolle der Geldaggregate und der Wechselkurse	281
	Entscheidungsfindung im neuen Konzept	281
	Kommunikation und Transparenz	282
	Unterschiede zum Inflation Targeting	282
4.4.4	Die Geldpolitik im Rahmen des neuen Konzepts	283
	Phase 1: Ende 1999 bis Frühjahr 2001 – Straffung	283
	Phase 2: Frühjahr 2001 bis Mitte 2004 – Lockerung und Tiefzinspolitik	285
	Phase 3: Ab Mitte 2004 – Graduelle Normalisierung	288
4.4.5	Beurteilung des neuen Konzepts	290

4.5	Die Autonomie der Geldpolitik und der Schweizer Franken	291
	UMBERTO SCHWARZ	
4.5.1	Einleitung	291
4.5.2	Die Beziehungen zum Europäischen Währungssystem	293
4.5.3	Die Frage des Wechselkursregimes	295
4.5.4	Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion als Herausforderung	296
4.5.5	Wechselkurs und Geldpolitik	300
4.6	Modernisierung des geldpolitischen Instrumentariums	302
	CRISTINA BORSANI, KARL HUG UND THOMAS J. JORDAN	
4.6.1	Einleitung	302
4.6.2	Von der Kassenliquiditäts- zur Mindestreserveregelung	302
4.6.3	Von der Mengen- zur Zinssteuerung	305
4.6.4	Die Instrumente vor Einführung des Repogeschäfts	306
4.6.5	Grundlegende Überprüfung der Instrumente	309
4.6.6	Aufbau des Schweizer Repomarktes	311
4.6.7	Das Repogeschäft als modernes geldpolitisches Instrument	313
4.7	Verzicht auf direkte Markteingriffe	315
	GUIDO BOLLER	
4.7.1	Einleitung	315
4.7.2	Abschaffung der Mengen- und Preisvorschriften: 1982–1987	317
4.7.3	Wegfall der Bewilligungspflicht für Kapitalexporte: 1988–1995	320
4.7.4	Vollständige Liberalisierung: 1996–2004	322
4.7.5	Schlussbemerkungen	324
4.8	Zunehmende Bedeutung der Kommunikation	325
	WERNER ABEGG	
4.8.1	Einleitung	325
4.8.2	Ausgangspunkt und Motivation	326
4.8.3	Kommunikation und die Effizienz der Geldpolitik	328
4.8.4	Kommunikation mit den Finanzmärkten	330
4.8.5	Kommunikation mit der Politik	333
4.8.6	Kommunikation mit der breiten Bevölkerung	335
4.8.7	Die Medien als Vermittler der Geldpolitik	336
	Quellen und Literatur	338

5	Die Nationalbank im Zahlungsverkehr	
5.1	Bargeldumlauf und Bargeldversorgung	343
	GUY MARADAN	
5.1.1	Gesetzliche Grundlagen und Aufgabe	343
5.1.2	Die Bargeldnachfrage	344
5.1.3	Die Notenstückelung	346
5.1.4	Organisation des Bargeldverkehrs	347
5.1.5	Die Sicherheit der Banknoten	352
5.2	Der bargeldlose Zahlungsverkehr	355
	ROBERT FLURI	
5.2.1	Ausgangslage – das beleggebundene Bankenclearing	355
5.2.2	Grenzen des Bankenclearings – Ziele für ein neues System	357
5.2.3	Das Swiss Interbank Clearing (SIC) – Hauptmerkmale	358
5.2.4	Das Projekt SIC – Zusammenwirken von Banken und Nationalbank ...	360
5.2.5	Die SIC-Übergangslösung – ein Provisorium überlebt	366
5.2.6	Das SIC als Teil eines nationalen und internationalen Netzwerks	367
5.2.7	Der Kunden-Zahlungsverkehr	369
	Quellen und Literatur	374
6	Internationale Währungsbeziehungen	
6.1	Währungshilfe	377
	UMBERTO SCHWARZ	
6.1.1	Einleitung	377
6.1.2	Substitutionszusagen für Überbrückungskredite	378
6.1.3	Beteiligung an den AKV und Bundesbeschluss über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmassnahmen	378
6.1.4	Neue Substitutionszusagen	381
6.1.5	Mittelfristige Kredite für mittel- und osteuropäische Länder	383
6.1.6	Kurzfristige Zusatzkredite	384
6.1.7	Beteiligung an den Neuen Kreditvereinbarungen	386
6.1.8	Beiträge der Nationalbank an die Fazilitäten des IWF für die ärmsten Länder	387
6.1.9	Neuer rechtlicher Rahmen und Unterstützung der Mitglieder der schweizerischen Stimmrechtsgruppe beim IWF	388

6.2	Die Schweiz und der Internationale Währungsfonds	390
	ROBERTO CIPPÀ	
6.2.1	Einleitung	390
6.2.2	Das Beitrittsverfahren	392
6.2.3	Verhandlungen über eine hohe Quote	393
6.2.4	Auf der Suche nach interner Unterstützung	393
6.2.5	Neue Stimmrechtsgruppe und zusätzlicher Sitz im Exekutivrat	395
6.2.6	Die Schweiz als IWF-Mitglied	396
6.2.7	Schweizer Prioritäten im IWF	397
	Förderung der Stabilität des internationalen Finanzsystems	399
	Unterstützung der Aktivitäten des Fonds in den ärmsten Ländern ..	401
	Verteidigung der Interessen der Mitglieder der Stimmrechtsgruppe	402
	Förderung von Transparenz und Rechenschaftspflicht	403
6.3	Technische Hilfe	403
	WERNER HERMANN	
6.3.1	Begriff und Entstehung	403
6.3.2	Leitprinzipien	404
6.3.3	Aktionen und Schwerpunkte	405
6.3.4	Das Studienzentrum Gerzensee	406
	Quellen und Literatur	408
7	Die Stabilität des Finanzsystems im Blick der Nationalbank	
7.1	Erhöhtes Interesse der SNB an der Systemstabilität	409
	URS W. BIRCHLER	
7.1.1	Die Bedeutung der Banken für die Geldpolitik	409
7.1.2	Bankenprobleme im Ausland und in der Schweiz	410
7.1.3	Systemstabilität als neue Aufgabe	411
7.2	Die Entwicklung der Finanzmärkte	413
	VINCENT CRETOL	
7.2.1	Das Interesse der Nationalbank an den Finanzmärkten	413
7.2.2	Entwicklung der traditionellen Spar- und Anlageinstrumente	413
7.2.3	Der Aufschwung der Derivatemärkte	415
7.2.4	Institutionelle Anleger als neue Akteure	417
7.2.5	Die Finanzmärkte im Zeichen der Globalisierung	418
7.2.6	Die Folgen für die Stabilität der Finanzmärkte	420

7.3	Die Entwicklungen im Bankensektor	422
	URS W. BIRCHLER	
7.3.1	Die Schweizer Banken als Teil der internationalen Wirtschaft	422
7.3.2	Die Krise im Inlandgeschäft	423
7.3.3	... und ihre Bewältigung	425
7.3.4	Konsolidierung und Konzentration	427
7.3.5	Der Bankier: Berater, Kreditgeber oder Risikohändler?	430
7.3.6	Herausforderung Regulierung	431
7.4	Die Nationalbank als Lender of Last Resort	433
	DANIEL HELLER UND HANS KUHN	
7.4.1	Einleitung	433
7.4.2	Constructive Ambiguity	434
7.4.3	Die Politik der SNB unter dem alten Nationalbankgesetz	435
7.4.4	Lender of Last Resort unter dem neuen Gesetz	436
	Subsidiarität der ausserordentlichen Liquiditätshilfe	437
	Systemisch relevante Institute	437
	Nur Liquiditäts-, nicht Solvenzhilfe	437
	Sicherheiten	438
7.5	Die Überwachung von Zahlungssystemen	439
	ANDY STURM	
7.5.1	Einleitung	439
7.5.2	Risiken in Zahlungssystemen	440
7.5.3	Die Überwachung im Wandel	442
7.5.4	Rechtsgrundlagen und Umsetzung in der Schweiz	445
	Quellen und Literatur	448
8	Die Bewirtschaftung der Nationalbankaktiven	
8.1	Bedeutung und Entwicklung der Aktiven	451
	M. SOPHIE FABER UND DEWET MOSER	
8.1.1	Einleitung	451
8.1.2	Entwicklung der Aktiven	452
8.1.3	Aktivenstruktur: Fremdwährungs- kontra Frankenanlagen	454
8.1.4	Zunehmende Erträge und Bildung von Rückstellungen	456
8.1.5	Funktion und Höhe der Währungsreserven	458

8.2	Das Goldgeschäft	463
	VINCENT CRETOL	
8.2.1	Das Umfeld	463
8.2.2	Geographische Verteilung und Zusammensetzung der Goldreserven ...	464
8.2.3	Erzielen von Erträgen	466
8.2.4	An- und Verkäufe	468
8.3	Die Anlagepolitik der Nationalbank	473
	DEWET MOSER UND THOMAS STUCKI	
8.3.1	Einleitung	473
8.3.2	Die Anfänge der Anlagepolitik	474
8.3.3	Gezieltes Portfoliomanagement der Devisenanlagen ab 1984	475
8.3.4	Die anlagepolitisch motivierte Teilrevision des Nationalbankgesetzes von 1997	478
8.3.5	Neuordnung der Anlagepolitik ab 1997	479
8.3.6	Optimierung der Anlagepolitik ab 2004	481
8.3.7	Die Bewirtschaftung der Freien Aktiven 2000 bis 2005	484
8.4	Gewinnausschüttung	485
	PETER KLAUSER	
8.4.1	Einleitung	485
8.4.2	Erhöhte Ertragsvolatilität und zunehmende Gewinnerwartungen	486
8.4.3	Paradigmenwechsel zu Beginn der 1990er Jahre	488
8.4.4	Steigende Ausschüttungen	490
8.4.5	Die Ausschüttungsvereinbarungen von 2002 und 2003	492
8.4.6	Kulmination der Ausschüttungen mit Verteilung des Golderlöses	494
	Quellen und Literatur	496
9	Die Reform der Geld- und Währungsordnung	
9.1	Probleme der überkommenen Währungsordnung	499
	PETER KLAUSER	
9.1.1	Einleitung	499
9.1.2	Das monetäre Verfassungs- und Gesetzesrecht nach dem Zweiten Weltkrieg	499
9.1.3	Gesetzliche Goldparität des Frankens und flexible Wechselkurse	502
9.1.4	Zunehmende Kluft zwischen Währungsrecht und Währungswirklichkeit	502
9.1.5	Lang andauernder fiktiver Rechtszustand – Warten auf Impulse	504

9.2	Geld und Währung im Rahmen der Totalrevision der Bundesverfassung	505
	PETER KLAUSER	
9.2.1	Zielvorstellungen der SNB für eine Verfassungsrevision	505
	Aufhebung der rechtlichen Bindung des Frankens an das Gold ...	506
	Verankerung neuer Leitprinzipien für die Geld- und Währungspolitik	506
	Verwesentlichung und Vereinfachung	507
9.2.2	Der Verfassungsvorentwurf von 1995	507
9.2.3	Der Verfassungsentwurf von 1996	509
9.2.4	Behandlung im Parlament	510
9.2.5	Würdigung	511
9.3	Versuch einer separaten Reform der Währungsverfassung	512
	PETER KLAUSER	
9.3.1	Einleitung	512
9.3.2	Bericht der Expertengruppe «Reform der Währungsordnung»	514
9.3.3	Stellungnahme des Bundesrats und Vernehmlassungsverfahren	516
9.3.4	Botschaft über einen neuen Geld- und Währungsartikel in der Bundesverfassung	517
9.3.5	Behandlung im Parlament	518
9.3.6	Würdigung	520
9.4	Der Disput um die Verwendung überschüssiger Goldreserven	520
	PETER KLAUSER	
9.4.1	Die Idee einer Solidaritätsstiftung	520
9.4.2	Volksinitiative «überschüssige Goldreserven in den AHV-Fonds»	521
9.4.3	Botschaft betreffend die Verwendung von Goldreserven und ein Bundesgesetz über die Stiftung solidarische Schweiz	522
9.4.4	Parlamentarische Beratung und Volksabstimmung	522
9.4.5	Politische Vorstösse zur Goldverwendung und Volksinitiative «Nationalbankgewinne für die AHV» (KOSA-Initiative)	523
9.4.6	Botschaft zur Verwendung von 1300 Tonnen Gold und zur KOSA-Initiative	525
9.4.7	Behandlung im Parlament	526
9.4.8	Rasche Ausschüttung des überschüssigen Goldvermögens	527
9.4.9	Volksabstimmung über die KOSA-Initiative	528

9.5	Neues Währungs- und Zahlungsmittelgesetz	529
	PETER KLAUSER	
9.5.1	Einleitung	529
9.5.2	Gesetzesentwurf der Expertengruppe und Vernehmlassungsverfahren	530
9.5.3	Botschaft zum WZG und Grundzüge des Gesetzes	531
9.5.4	Behandlung im Parlament	533
9.5.5	Würdigung	534
9.6	Totalrevision des Nationalbankgesetzes	535
	HANS KUHN	
9.6.1	Einleitung	535
9.6.2	Verlauf der Revisionsarbeiten	536
9.6.3	Auftrag und Aufgaben der Nationalbank	537
9.6.4	Unabhängigkeit und Rechenschaftspflicht	540
9.6.5	Rechtsgeschäftliches Instrumentarium der Nationalbank	542
9.6.6	Hoheitliches Instrumentarium der Nationalbank	544
9.6.7	Gewinnermittlung und -verteilung	547
9.6.8	Organisation und gesellschaftsrechtliche Bestimmungen	548
9.6.9	Würdigung	550
	Quellen und Literatur	551
10	Die Nationalbank als Unternehmen	
10.1	Die SNB als spezialgesetzliche Aktiengesellschaft	555
	DANIEL HÜBSCHER UND HANS KUHN	
10.1.1	Einleitung	555
10.1.2	Mischform von Staats- und Privatbank	556
10.1.3	Die besondere Rechtsstellung der Aktionäre der Nationalbank	557
10.1.4	Überprüfung und Bestätigung der Rechtsform	559
10.1.5	Die Börsenkotierung der Nationalbankaktie	561
10.1.6	Schlussfolgerung	563
10.2	Die Corporate Governance der Nationalbank	563
	HANS KUHN	
10.2.1	Ausgangslage	563
10.2.2	Neuordnung der Corporate Governance durch die Revision des Nationalbankgesetzes	565
10.2.3	Die Aufsicht durch den Bankrat	566

10.2.4	Das Direktorium als oberste Exekutivbehörde	567
10.2.5	Die Rechenschaftspflicht gegenüber Bundesrat und Bundesversammlung	568
10.2.6	Die Revision	569
10.2.7	Schlussfolgerungen	570
10.3	Die Präsenz der Nationalbank in den Regionen	570
	THOMAS WIEDMER	
10.3.1	Ausgangslage	570
10.3.2	Sachliche Gründe für eine dezentrale Struktur	571
10.3.3	Reorganisation der Zweiganstalten	573
10.3.4	Schliessung von Zweiganstalten	573
10.3.5	Anpassung der Aufbauorganisation	574
10.4	Die Bereinigung der Nebengeschäfte	576
	HANS-CHRISTOPH KESSELRING	
10.4.1	Die Nationalbank als Bank der Banken	576
10.4.2	Die Diskontpolitik als Einfallstor für Sonderinteressen	577
10.4.3	Das Diskontgeschäft in der Pflichtlagerfinanzierung	579
10.4.4	Abschied vom Geschäft mit den Nichtbanken	580
10.4.5	Die Nationalbank als Bankier des Bundes	582
10.4.6	Vertragsfreiheit und Entgeltlichkeit als neue Prinzipien	583
10.4.7	Das Verbot der Kreditgewährung an den Staat	586
10.5	Die Auseinandersetzung der Nationalbank mit ihrer Rolle im Zweiten Weltkrieg	589
	PETER KLAUSER	
10.5.1	Einleitung	589
10.5.2	Aufarbeitung der Goldgeschäfte der SNB im Zweiten Weltkrieg	590
10.5.3	Beitrag der Nationalbank an den Holocaust-Fonds	593
10.5.4	Nachrichtenlose Vermögenswerte bei der Nationalbank	597
10.5.5	Sammelklagen gegen die Nationalbank	599
	Quellen und Literatur	605

Part 3

Assessment and outlook

11	The National Bank's monetary policy: evolution of policy framework and policy performance	
	ERNST BALTENSPERGER	
11.1	Introduction	611
11.2	Phases of Swiss monetary policy since 1980	612
11.2.1	Prelude: exchange market turbulence and temporary exchange rate target: 1978–1979	612
11.2.2	Surge of inflation and return to annual money growth targets and to monetary stability: 1980–1986	612
11.2.3	Instability of reserve demand and unintended monetary expansion: 1987–1990	613
11.2.4	Restoring price stability and transition to medium-term targets for money: 1991–1993	614
11.2.5	Misjudging the business cycle and monetary overrestriction: 1994–1995	615
11.2.6	Return to normality and transition to a new concept	616
11.2.7	Monetary policy under a new policy framework: 2000–2005	617
11.3	The evolution of the SNB's policy framework	618
11.3.1	A pioneering role in the development and application of monetary targeting	618
11.3.2	Increasing short-term flexibility through medium-term target paths for money	622
11.3.3	Inflation forecasts as the main policy indicator	624
11.3.4	Policy implementation	628
11.4	Policy performance: 1980–2005	629
11.4.1	Successes and failures	629
11.4.2	First critical episode: inflation surge of 1980–1981	630
11.4.3	Second critical episode: monetary overexpansion of 1987–1990	631
11.4.4	Third critical episode: currency appreciation and monetary overrestriction of 1994–1995	634
11.4.5	Was the SNB's policy too monetarist and not flexible enough?	635
11.4.6	Should the SNB's policy have been more exchange rate-oriented?	637

11.5	Conclusion	638
	References	639
12	Inflation targeting: true progress or repackaging of an old idea? FREDERIC S. MISHKIN	
12.1	Introduction	641
12.2	Central banking in the 1960s	642
12.3	Central banking in the 1970s: the advent of monetary targeting	643
12.4	Central banking in the late 1970s and 1980s: the failure of monetary targeting?	645
12.5	The search for a better nominal anchor: the birth of inflation targeting in the 1990s	649
12.6	Where is inflation targeting heading?	657
12.7	Conclusion	660
	References	661
13	The optimal rate of inflation MARVIN GOODFRIEND	
13.1	Introduction	667
13.2	The optimum quantity of money	669
13.2.1	Modern restatement	670
13.2.2	Distortionary taxation	672
13.2.3	Empirical controversies	673
13.3	The new neoclassical synthesis	674
13.3.1	Models of staggered price setting	675
13.3.2	Optimal trend inflation without indexation	676
13.3.3	Optimal cyclical inflation without indexation	677
13.3.4	Optimal inflation with a flexible-price sector	677
13.3.5	Optimal trend deflation with relative price, monetary and mark-up distortions	678
13.3.6	Optimal inflation with indexation	679
13.4	The zero bound on nominal interest rates	679

13.5	Full market interest on bank reserves and currency card accounts	681
13.5.1	The provision of currency card accounts	682
13.5.2	Payment of full market interest on reserves	682
13.6	Conclusion	684
	References	685
14	Is price stability enough?	
	WILLIAM R. WHITE	
14.1	Introduction	689
14.2	Deviating from price stability: have the costs been overestimated? ..	692
14.3	Maintaining price stability: have the benefits been overestimated? ..	698
14.3.1	Traditional constraints: output growth and exchange rates	699
14.3.2	New constraints: fixed capital, debt and financial stability	701
	Lessons from economic history	701
	Lessons from the history of economic thought	702
	Why history might still matter	704
14.4	Evaluating the conventional policy framework	706
14.4.1	The conventional policy framework	706
14.4.2	Arguments for the status quo	708
14.4.3	Arguments for change	709
	Limited monetary resistance as confidence mounts	709
	Asymmetric easing in the downturn	711
	Positive supply-side shocks	713
	Cumulative effects given the conventional framework	714
14.5	What might an adapted policy framework look like?	715
	References	718
15	Monetary policy under flexible exchange rates: an assessment	
	MANFRED J. M. NEUMANN	
15.1	Introduction	721
15.2	The promises of floating	722
15.3	The switch to flexible rates in 1973	724

15.4	Anchoring inflation expectations	726
15.4.1	The nature of the problem	726
15.4.2	Historical solutions	727
	Monetary targeting at the Deutsche Bundesbank	729
	Monetary targeting at the Swiss National Bank	730
	Inflation forecast targeting at the Bank of England	731
	Conclusion	732
15.5	On the impact of monetary policy on exchange rates	733
15.6	The temptation and burden of intervention	736
15.6.1	Is intervention effective?	737
15.6.2	Two major episodes	740
15.6.3	The big US inflation: 1977–1979	741
15.6.4	The Plaza-Louvre experience: 1985–1989	743
15.7	On the long-run prospects of flexible exchange rates	747
	References	752
16	Foreign exchange reserves – what for?	
	PETER B. KENEN	
16.1	Introduction	755
16.2	The role played by changes in the monetary system	757
16.2.1	The Bretton Woods era	757
16.2.2	The floating rate era	758
16.2.3	The emerging market era	760
16.3	A brief history of research on optimal reserves	761
16.3.1	The demand for reserves in the Bretton Woods era	762
16.3.2	The demand for reserves in the floating rate era	763
16.3.3	The demand for reserves in the emerging market era	764
16.4	Small similarities and large anomalies	766
16.4.1	Four simple correlations	766
16.4.2	The Swiss case as a benchmark	768
16.4.3	A closer look at the Swiss case	769
16.5	Reviewing the reasons for holding reserves	770
16.5.1	Stabilising the domestic value of the currency	771
16.5.2	Stabilising the external value of the currency	771

16.5.3	The precautionary motive	772
16.5.4	Guarding against adversity	773
16.6	Conclusion	775
	Archived sources and references	780
17	Switzerland and Euroland: European Monetary Union, monetary stability and financial stability	
	MARTIN HELLWIG	
17.1	Introduction: where did we come from?	783
17.1.1	Early expectations of instability form European Monetary Union	783
17.1.2	Experience of monetary instability in the 1970s	784
17.1.3	The ERM experiment	785
17.1.4	From ERM to EMU	786
17.2	How firm is the commitment to monetary stability in Euroland?	787
17.2.1	A surprise for Oskar Lafontaine: central bank independence after Maastricht	787
17.2.2	Depoliticisation of monetary policy	788
17.2.3	Is independence threatened by the European Commission?	789
17.2.4	How robust is the ECB's position?	791
17.2.5	The problem of fiscal instability	793
17.2.6	The role of the central bank in a large, heterogeneous currency area	795
17.2.7	Reduced importance of exchange rates	796
17.2.8	Euroland prices and inflation – statistical artefacts or matters of real-life experience?	797
17.2.9	Summary	799
17.3	Switzerland as an island in Euroland	799
17.3.1	Euro-isation of the Swiss monetary system?	799
17.3.2	Dependence of the economy on the foreign sector	800
17.3.3	Does EMU affect the exchange rate exposure of Switzerland?	802
17.3.4	Implications for the Swiss economy	803
17.3.5	Implications for Swiss monetary policy	804
17.3.6	Competitiveness rhetoric and the political economy of structural change	806
17.3.7	Does Switzerland's role as a rentier affect the political economy of structural change?	807

17.4	Financial stability and the lender of last resort: does EMU make a difference?	808
17.4.1	Problems in banking as a potential problem for the economy	809
17.4.2	Systemic aspects of risk in banking and finance	811
17.4.3	Prerequisites of timely, effective and sustainable policy intervention	813
17.4.4	Banking supervision and financial crisis management in Euroland	814
17.4.5	Concerns about the viability of arrangements in Euroland	816
17.4.6	Implications for Switzerland	819
	Archived sources and references	821
18	International monetary and financial architecture in an integrating world economy	
	ALEXANDER K. SWOBODA	
18.1	Introduction	823
18.2	Functions and evolution of the IMFS	824
18.2.1	Functions of the IMFS	824
18.2.2	The Bretton Woods system	824
18.2.3	After Bretton Woods	828
18.3	Taking stock	832
18.3.1	A changed IMFS	832
	The exchange rate regime	832
	The key currency regime	832
	Financial market integration	832
	Capital flows	833
	Integration of developing countries	833
	Governance	833
	Political factors	834
18.3.2	A flat world?	834
18.4	Issues	836
18.4.1	The exchange rate and key currency regimes	836
18.4.2	International macroeconomic policy coordination	839
18.4.3	The institutional mix and the role of the IMF	843
18.5	Conclusion	853
	References	855

Anhang

Abkürzungsverzeichnis 858

Autoren 862

Redaktionelle Informationen 865

Teil 1

Die Zeit von 1907 bis 1982

1 Die Nationalbank 1907–1946: Glückliche Kindheit oder schwierige Jugend?

MICHAEL BORDO UND HAROLD JAMES

1.1 Einleitung

Dieses Kapitel behandelt die Entwicklung von Doktrin und Praxis der Notenbankpolitik in der Schweiz und analysiert den Einfluss der Diskussionen und Kontroversen der Zwischenkriegszeit auf die Formulierung der Geldpolitik nach 1945. Auf die Untersuchung der Ursprünge und Leitprinzipien der Nationalbank folgt eine Analyse ihrer geldpolitischen Instrumente, die aufzeigt, wie sich die SNB im Laufe der Zeit von der herkömmlichen Diskontpolitik löste und auf die Wechselkurspolitik konzentrierte. Unter diesem Blickwinkel werden auch das Konzept der Bank für den An- und Verkauf von Gold und ihr Verhalten angesichts der zunehmend volatileren Kapitalflüsse in der Zwischenkriegszeit beleuchtet. Anschliessend wird untersucht, wie die SNB mit den an sie als Kreditgeber in letzter Instanz (Lender of Last Resort) gerichteten Erwartungen umging und welche Haltung sie zur makroökonomischen Stabilisierung einnahm. Eine Betrachtung über die Bedeutung ihrer Erfahrungen für die Zeit nach 1945 schliesst das Kapitel ab.

Die ersten fünfzehn Jahre der Nationalbank waren von heftigen Kontroversen und – während des Ersten Weltkriegs – von massiver Inflation geprägt, an die sich eine nicht minder starke Deflation anschloss. Danach wurde die SNB selbstbewusster und in ihrer Politik sicherer. Ihr Verhalten im Zweiten Weltkrieg führte zu grösseren Kontroversen mit dem Ausland, während es im Inland dazu still blieb.

Wollte man eine Analogie zwischen der Entwicklung einer Institution und der eines Menschen ziehen, so wäre der «Kindheit» der Nationalbank zunehmendes Glück zu bescheinigen. Im vorliegenden Kapitel wird diese Kindheit anhand einiger objektiver Indikatoren beurteilt. Moderne makroökonomische Modelle werden benutzt, um zwei der kontroversesten wirtschaftspolitischen Entscheide der Schweiz in der Zwischenkriegszeit zu beurteilen: Erstens wird mit Simulationen anhand eines verbreiteten, einfachen Makromodells einer offenen Volkswirtschaft (modifiziertes McCallum-Nelson-Modell) die Angemessenheit der schweizerischen Wechselkurspolitik zwischen der Abwertung des britischen Pfunds im September 1931 und derjenigen des Frankens im September 1936 analysiert. Zweitens kommt ein

modernes, mit der Taylor-Regel arbeitendes Modell zum Einsatz, um die Angemessenheit der Diskontpolitik der Nationalbank zu beurteilen.

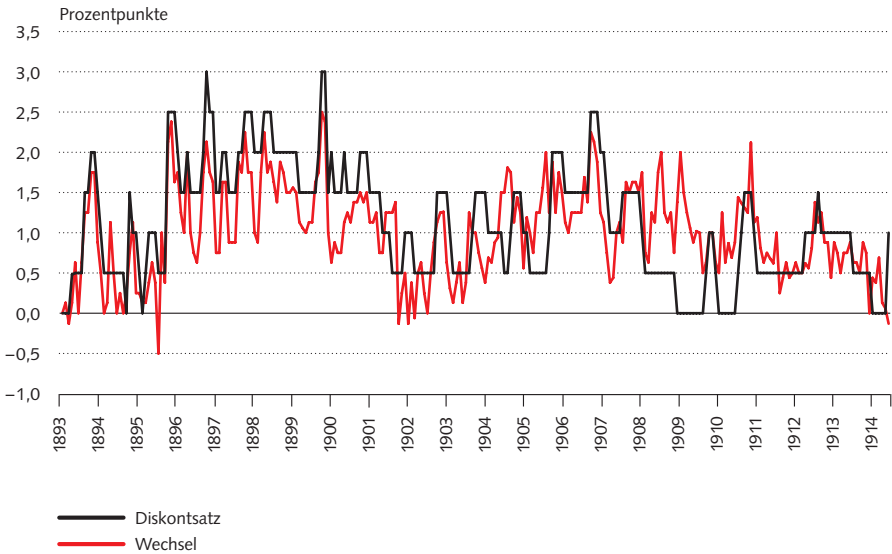
1.2 Ursprünge der Zentralbanktätigkeit

Wozu dient eine Zentralbank? Klassische Wirtschaftsliberale in der Tradition des 19. Jahrhunderts argumentierten zugunsten der Schule des Free Banking, gemäss welcher die Noten emittierenden Banken miteinander im Wettbewerb stehen sollten. Ein solches System gab es in England vor dem Erlass der Bank Act von 1844 sowie in den USA. Wer dort Banknoten verwendete, lebte in ständiger Unsicherheit; periodisch brach Panik aus. In der Schweiz hingegen, wo die Notenausgabe der Emissionsbanken ab 1881 auf Bundesebene kontrolliert wurde, führte dieses System nur selten zu Zusammenbrüchen und nie zu einer grösseren Panik. So bildete die Schweiz für die Vertreter des Free Banking ein Musterbeispiel dafür, wie eine wohlgeordnete Gesellschaft ohne zentrale Notenbank existieren konnte. Auch mit Blick auf die internationale Verflechtung war nach der Logik des Goldstandards eine Zentralbank nicht nötig, denn Anpassungen erfolgten nach dieser Denkschule automatisch.

Zentralbanken existieren, um die Gesellschaft mit öffentlichen Gütern zu versorgen, die durch den Markt nicht leicht zu erbringen sind. In der frühen europäischen Moderne führte die Politik mächtiger, kriegs- und ausgabefreudiger Staaten zu Marktzusammenbrüchen, und Zentralbanken – wie die Bank of England oder die schwedische Reichsbank – waren in erster Linie gegründet worden, um die in zahlreichen Kriegen entstandenen Staatsschulden zu verwalten. Im 19. Jahrhundert jedoch, als die Kriege seltener wurden und die Staatsverschuldung abnahm, wurde den Zentralbanken die Aufgabe übertragen, das Finanzsystem zu stärken, wenn dessen Stabilität in Gefahr war. Die Welle der Gründungen neuer Zentralbanken war damals eine Reaktion auf zwei Probleme: auf die Panikausbrüche an den Finanzmärkten, gegen die etwas unternommen werden musste, sowie auf die internationalen Kapitalströme, die zu regeln waren. Häufig standen diese beiden Probleme – Stabilität im Inland und Anpassung an Entwicklungen im Ausland – miteinander in einem Zusammenhang, indem Panikausbrüche an einem Finanzmarkt rasch internationale Dimensionen annahmen, da das Kapital weitgehend mobil war. Die Deutsche Reichsbank wurde 1875 unter dem Eindruck des Börsenkrachs von 1873 gegründet, und das amerikanische Federal Reserve System entstand als Ergebnis der Diskussionen über die Panik von 1907. In vielen Ländern verbreitete sich die Ansicht, dass Zentralbanken Institutionen waren, die das tägliche Geschäft des Bürgers von den Turbulenzen

Grafik 1.1

Zinsaufschlag der Schweiz gegenüber Frankreich 1893–1914



Quelle: Global Financial Database.

an den internationalen Märkten abschotten sollten, insbesondere in kleinen, für internationalen Handel und internationale Kapitalbewegungen offenen Volkswirtschaften.

Die Schweiz war das Musterbeispiel einer solchen offenen Volkswirtschaft. Ende des 19. und zu Beginn des 20. Jahrhunderts hing sie – vor allem wegen der Finanzierung grösserer Infrastrukturvorhaben wie dem Bau des Gotthardtunnels – stark von den internationalen Finanzmärkten ab. Die ausländischen Mittel wurden vorab in Paris aufgenommen, und die Schweiz galt im Allgemeinen als Anhängsel der französischen Finanzmärkte. Zu Beginn des 20. Jahrhunderts lagen die für den Handel geltenden Zinssätze und die Diskontsätze der Emissionsbanken in der Schweiz zumeist deutlich höher als in Paris (Grafik 1.1). Diese Zinsdifferenz bildete ein Motiv für Kapitalimporte in die Schweiz. Seit dem frühen 20. Jahrhundert begannen aber auch einige Schweizer Unternehmen allmählich, im Ausland bedeutende Erträge zu erwirtschaften und Kapital zu exportieren.

Die SNB trat an die Stelle einer Vielzahl teils staatlicher, teils privater Emissionsbanken, die miteinander in Wettbewerb gestanden hatten. Im Unterschied zu fast allen anderen wichtigen Zentralbanken, die während der von starker Globalisierung geprägten Zeit vor dem Ersten Weltkrieg ihre Tätigkeit aufnahmen, war die Gründung der SNB keine unmittelbare Reaktion auf eine

plötzliche, dramatische Finanzkrise. In der Mitte des 19. Jahrhunderts hatte de facto die Banque de France als schweizerische Zentralbank fungiert, war doch der Schweizer Finanzmarkt sehr eng mit dem französischen verflochten. Die Stellung der Banque de France wurde jedoch durch den Deutsch-Französischen Krieg von 1870 nachhaltig erschüttert, als das Publikum die französischen Banknoten nach Aufhebung der Konvertibilität nicht mehr akzeptierte. Die meisten täglichen Geschäfte wurden mit Silber- und Goldmünzen abgewickelt, obwohl vor 1882 auch eine beachtliche Menge Banknoten in kleinen Stückelungen (5, 10 und 20 Franken) im Umlauf war.

In einer Reihe kleiner Schritte bewegte sich die Schweiz langsam vom System des Free Banking auf ein System mit Zentralbank zu. Das Free Banking hatte Mitte des 19. Jahrhunderts gut funktioniert, und es war nur zu einem einzigen namhaften Bankzusammenbruch gekommen. Als aber die französischen Banknoten, die zuvor frei zirkuliert hatten, in den 1870er Jahren aus dem Verkehr verschwanden, wurden umfassendere staatliche Regulierungen verlangt. Bis 1881 hatte es für die Notenausgabe durch Banken auf Bundesebene keinerlei Vorschriften gegeben. Das neue Banknotengesetz von 1881 beschränkte die Notenausgabe auf Aktienbanken und auf Kantonalbänken; diese Institute hatten nunmehr eine minimale Reserve an Edelmetallen zu halten. Ausserdem wurden sie verpflichtet, ihre Noten gegenseitig zu akzeptieren, und Gestaltung sowie Stückelung wurden vereinheitlicht.¹ Das Gesetz von 1881 war Ausfluss eines in Wirtschaft und Politik der Schweiz weit verbreiteten und um sich greifenden Gefühls, dass ein System mit mehreren, nur teilweise regulierten Emissionsbanken bedeutende Schwächen aufwies. Ein Problem war ferner vor allem die Bargeldknappheit an allgemeinen Zahlungsterminen, insbesondere zu Martini – dem damals immer noch wichtigsten Anwerbungstermin für Landarbeiter und Tagelöhner – sowie zum Jahresende. 1888 wurde die Notenausgabe infolge der unzureichenden Flexibilität des Systems vorübergehend eingestellt, weil die Emissionsbanken tendenziell so viele Banknoten, wie gesetzlich zulässig, ausgegeben hatten und daher nicht angemessen auf aussergewöhnliche Spitzen in der Nachfrage nach Zahlungsmitteln reagieren konnten.² Dies waren eher Probleme einer traditionalistischen Volkswirtschaft als einer modernen Industrienation, deren Verletzlichkeit mit der internationalen Verflechtung zusammenhängt.

Allerdings hatte die periodische Bargeldknappheit auch einen internationalen Aspekt. Die Engpässe der Münzversorgung verschlimmerten sich

1 Weber (1992); Neldner (2003).

2 Ritzmann (1973).

nämlich wegen Zahlungsmittelabflüssen im Rahmen der Lateinischen Münzunion (LMU), welcher die Schweiz seit 1865 angehörte. Sobald französische Wechsel – infolge des schweizerischen Zahlungsbilanzdefizits – zu einem substanziellen Aufschlag gegenüber schweizerischen Wechseln gehandelt wurden, ergaben sich lukrative Arbitragemöglichkeiten. Spekulanten kauften gegen schweizerische Banknoten Silbermünzen, exportierten sie nach Paris, wo sie Wechsel zogen, die sie anschliessend Schweizer Emissionsbanken zum Inkasso vorlegten. Diese waren gezwungen, die exportierten Silbermünzen zurückzukaufen. Solche Transaktionen – wenn in grossem Stil betrieben – verursachten bei den Banken bedeutende Verluste, insbesondere 1899, als eine grosse Bank, die Banque de Genève, die Banknotenausgabe einstellte.³ In jenem Jahr kamen die Emissionsbanken überein, die Kosten der Repatriierung von Silbermünzen aus Frankreich untereinander aufzuteilen. Man führte die allgemeine Schwäche der Schweizer Währung gegenüber dem französischen Franken – der Schweizer Franken wurde stets mit einem Abschlag gehandelt – später auch auf eine übermässige Emissionstätigkeit einzelner privater und öffentlicher Emissionsbanken zurück. Ende 1906 hatten die Emissionsbanken das bewilligte Emissionsvolumen von 244,7 Mio. Franken im Umfang von 234 Mio. Franken ausgeschöpft.⁴

Die Bestrebungen zur Schaffung einer Zentralbank fanden allerdings nur ganz langsam breitere Unterstützung. Mit einer Änderung von Art. 39 der Bundesverfassung im Jahre 1891 erhielt der Bund das Monopol zur Banknotenausgabe, und zwar entweder über eine Staatsbank oder über eine privatwirtschaftlich organisierte «centrale Aktienbank, die unter seiner Mitwirkung und Aufsicht verwaltet wird». Bis zur Schalteröffnung der Nationalbank sollten aber nochmals 16 Jahre verstreichen. Gemäss Gesetzesentwurf von 1894 hätte eine Staatsbank errichtet werden sollen. Die freisinnigen Verfechter dieses Gesetzes waren der Ansicht, eine solche Institution entspreche der demokratischen Tradition der Schweiz besser als zum Beispiel die sich in privatem Besitz befindende Zentralbank des autokratischen Deutschen Reiches (Reichsbank). Die Konservativen, die Wirtschaftsliberalen und die Anti-Zentralisten unter Führung des einflussreichen Schweizerischen Handels- und Industrievereins stellten sich jedoch gegen diesen Gesetzesvorschlag, der 1897 in einem Referendum vom Volk abgelehnt wurde. Der Präsident des Handels- und Industrievereins formulierte in der Folge selbst einen Alternativ-Vorschlag für eine privatwirtschaftliche Aktienbank, welcher dem

3 Zimmermann (1987), S. 38.

4 Kellenberger (1937); siehe auch Ruoss (1992), S. 13.

«Staatssozialismus» oder der öffentlichen Kontrolle über die Kreditpolitik keinen Spielraum lassen sollte. Es folgte ein Tauziehen zwischen den Kantonen über den Standort des Banksitzes und über die Gewinnverteilung. Erst 1905 konnte ein allseits akzeptabler Kompromiss – mit Sitz der Bank in Bern und Zürich – gefunden werden, welcher den Weg zur Schalteröffnung der SNB im Jahre 1907 ebnete. Der Doppelsitz wurde unter normalen Verhältnissen nicht als Problem empfunden. Wenn aber – wie beispielsweise bei Ausbruch des Ersten Weltkriegs – rasche Entscheide anstanden, machte diese Dualität zahlreiche Telefongespräche und Reisen zwischen Bern und Zürich notwendig.⁵

Das Nationalbankgesetz von 1905 ermächtigte die SNB zur Ausgabe von Banknoten «nach Bedürfnis des Verkehrs»: Die Noten waren in Abschnitte zu 50, 100, 500 und 1000 Franken gestückelt, d. h. sie lagen weit über den Beträgen, die im täglichen Gebrauch üblich waren. Die Nationalbank war (bis 1914) verpflichtet, diese Banknoten zum Nennwert gegen gesetzliche, in Edelmetall geprägte Zahlungsmittel umzutauschen. Es lag indessen eine Asymmetrie vor, weil die SNB nicht zum Ankauf von Gold verpflichtet war. Gold liess sich jedoch gegen eine Gebühr (von 15 Franken je Kilo) in der Eidgenössischen Münzstätte zu Münzen schlagen, wobei deren Menge durch die Prägekapazität der Münzstätte begrenzt war. In den 1920er Jahren konnte diese im Zeitraum von 20 Tagen Münzen im Wert von 1 Mio. Franken prägen; jede zusätzliche Million Franken nahm dann weitere zehn Tage in Anspruch. Die von der SNB ausgegebenen Banknoten waren zu 40% durch eine Edelmetallreserve – in Gold oder Silber – zu decken. Faktisch bestand der grösste Teil dieser Reserve aus Gold. Die SNB hielt jedoch deutlich höhere Edelmetallreserven, als gesetzlich gefordert waren (Grafik 1.2). Zwischen 1907 und 1914 bewegten sich die Währungsreserven um 70% des Notenumlaufs, da die Bankleitung mit der Möglichkeit plötzlicher, umfangreicher Abflüsse rechnete. Nachdem die Nationalbank ihre Geschäftstätigkeit aufgenommen hatte, mussten die ehemaligen Emissionsbanken ihre Banknoten innert dreier Jahre zurückrufen.

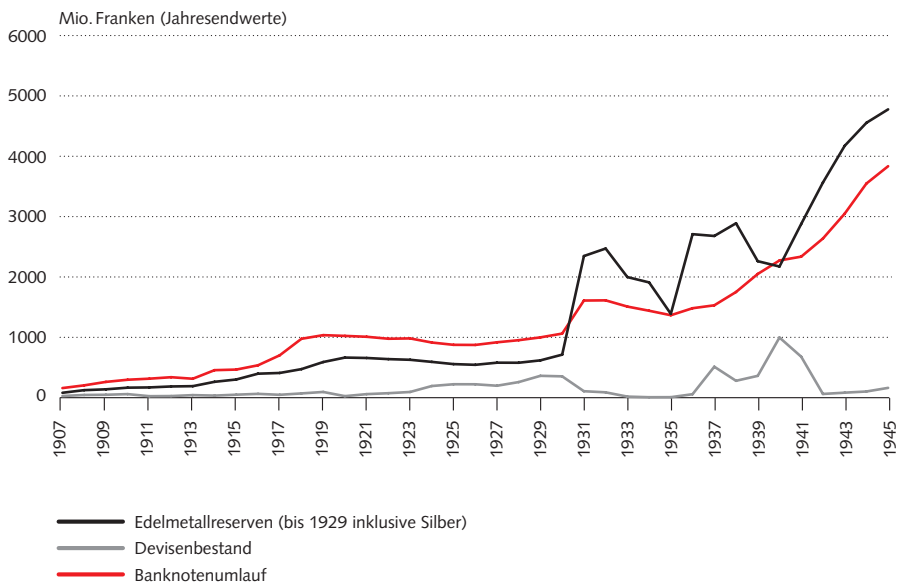
Die neue Zentralbank war als Aktiengesellschaft – der damals üblichen Rechtsform für europäische Zentralbanken – organisiert. Dabei hielten Schweizer Privatanleger zwei Fünftel der Aktien. Ein gleich hoher Anteil befand sich im Besitz der Kantone, und ein Fünftel gehörte den ehemaligen Emissionsbanken.

Eine Zentralbank, die ein neu definiertes öffentliches Gut anbieten soll, benötigt für ihre Politik eine Richtschnur. Diese kann eine ausdrückliche

5 BoE, Information über die SNB (1935).

Grafik 1.2

Währungsreserven und Banknotenumlauf in der Schweiz 1907–1945



Quelle: SNB (1957), Tabellen 1 und 2.

Umschreibung des öffentlichen Gutes sein. Man kann die Zentralbank aber auch dem Einfluss der Politik unterwerfen, die mit der Notenbank zusammen Vorstellungen darüber entwickelt, wie dieses öffentliche Gut beschaffen sein soll. Aus moderner Sicht kann es die Form eines Ziels annehmen: eines Geldmengenziels (1970er Jahre) oder eines Inflationsziels (in der jüngeren Vergangenheit). Bevor sich solche geldpolitische Konzepte durchsetzten, hatten die Zentralbanken mehr in der Kategorie von Wechselkursvorgaben gedacht, insbesondere von der Art internationaler Regimes wie des Goldstandards oder des Bretton-Woods-Systems. Sie mussten sich dann darüber klar werden, wie sich die Geldpolitik im Inland mit den von aussen gesetzten Vorgaben in Übereinstimmung bringen liess. Ohne klare Zielvorgabe ist die Geld- und Währungspolitik der Gefahr einer Einmischung und Beeinflussung durch die Öffentlichkeit ausgesetzt.

Die junge Nationalbank war einer weit gehenden politischen Aufsicht unterworfen. Zahlreiche organisatorische Vorkehren dienten dazu, die Autonomie der Bankleitung zu beschränken und einen politischen Prozess der Konsensfindung sicherzustellen. Viele Forderungen nach politischer Kontrolle, die in den Debatten über die institutionelle Ausgestaltung während der 1890er Jahre erhoben worden waren, schlugen sich in der Organisation der

SNB nieder. Das Direktorium wurde durch den Bundesrat (Regierung) ernannt und nicht – wie bei Aktiengesellschaften üblich – durch die Generalversammlung. Das Notenprivileg war auf 20 Jahre beschränkt; danach musste es alle zehn Jahre erneuert werden. Ungleich der Bank of England, die vielen anderen Zentralbanken explizit oder implizit als Modell gedient hatte, wurde die Nationalbank nicht von einem mächtigen Gouverneur geführt, der ein bestimmtes Konzept der Bank mit Nachdruck hätte durchsetzen können. Vielmehr fällten die drei Mitglieder des Direktoriums ihre Entscheide durch Mehrheitsbeschluss. Der Direktoriumspräsident war Primus inter pares, der von einem rhetorisch oder intellektuell überlegenen Kollegen durchaus ins Abseits gedrängt werden konnte. In der Praxis gab es zahlreiche umstrittene Entscheide.

Das Direktorium wurde von einem vierzigköpfigen Bankrat beaufsichtigt. 15 seiner Mitglieder wurden von den Aktionären an der Generalversammlung gewählt, 25 – einschliesslich Präsident und Vizepräsident – durch den Bundesrat ernannt. Der Bankrat delegierte aus seinen Reihen fünf Mitglieder in den Bankausschuss, der die engere Aufsicht ausübte und dem auch der Präsident sowie der Vizepräsident des Bankrates angehörten. Bankrat und Bankausschuss führten sehr lebendige und kritische Diskussionen über Fragen der Notenbankpolitik und versuchten in den 1920er Jahren sogar, sich im Direktorium ständig vertreten zu lassen. Die Mitglieder stammten anfangs aus den Reihen der Politik: Der erste Bankratspräsident war Johann Hirter, Präsident des Nationalrats, der in den 1890er Jahren einer der vehementesten Befürworter einer Staatsbank gewesen war. Paul Usteri, ein liberaler Zürcher Politiker, amtierte als erster Vizepräsident. Angesichts der starken Dezentralisierung der Politik in der Schweiz dachten zu dieser Zeit nur wenige an die Gefahr einer übermässigen Kreditgewährung der Zentralbank an den Staat, obwohl in militaristischen Ländern das Risiko einer solchen Entwicklung zu beobachten war. Vielmehr sollte die starke politische Kontrolle die SNB von der Banken- und Finanzwelt unabhängiger machen. Angesichts der Erfahrungen aus dem 19. Jahrhundert sah man die Gefahr eines Missbrauchs der Zentralbanken vor allem darin, dass die Handelsbanken der Zentralbank Wechsel schlechter Qualität oder aus Spekulationsgeschäften hätten aufdrängen können. Erst im 20. Jahrhundert wurden die Zentralbanken immer mehr im Zusammenhang mit den öffentlichen Finanzen missbraucht, eine Folge der Ökonomie moderner Kriegführung und des zunehmenden öffentlichen Drucks zugunsten höherer Sozialausgaben.

1.3 Doktrin

Das Konzept des öffentlichen Guts – oder mit anderen Worten: das geld- und währungspolitische Konzept der Nationalbank – fusste auf zwei Säulen: der Real-Bills-Doktrin und dem Goldstandard. In beidem teilte die SNB die Anschauungen der anderen wichtigen Zentralbanken jener Zeit, d. h. der Bank of England, der Banque de France, der Deutschen Reichsbank und des jüngeren amerikanischen Federal Reserve System.

Die Real-Bills-Doktrin entwickelte sich aus der Bank- und Zentralbankpraxis im England des 19. Jahrhunderts. Man war damals der Ansicht, dass Handelsbanken Kredite nur gegen Sicherheiten in Form kurzfristiger Handelswechsel vergeben sollten, die zur Finanzierung von Lagern, künftigen Ernten, ausstehenden Forderungen oder von Warenlieferungen gezogen worden waren. Dabei wurde der Dreimonats- oder 90-Tage-Wechsel, der die Frist für den Schiffstransport von Gütern über den Atlantik deckte, zum Standard. Ein solcher Wechsel liquidierte sich selbst, da er sich jeweils auf eine ganz bestimmte Transaktion bezog, die zu einem im Voraus vereinbarten Datum beendet war. Wechsel, die zu anderen Zwecken gezogen wurden und bei welchen es keine automatische Liquidation durch Erfüllung einer Schuld aus einer Handelstransaktion gab, galten als «spekulativ». Sie sollten von den Banken nicht übernommen werden.

Die Aufgabe der Zentralbank war es, den Geschäftsbanken Liquidität zur Verfügung zu stellen. Sie tat dies, indem sie die sich automatisch selber liquidierenden Handelswechsel zum Rediskont entgegennahm. Banknoten konnten gegen eine Metallreserve, aber auch gegen die Sicherheit kurzfristiger Handelswechsel ausgegeben werden. Die Zentralbank sollte jedoch keine Kredite zur Finanzierung des Kaufs von Aktien oder Staatspapieren gewähren. Würde eine Zentralbank spekulative oder nicht handelsbezogene Wechsel – so genannte Finanzwechsel – diskontieren, so hätte dies eine Kursinflation der Vermögenswerte zur Folge. Diese zöge zunächst eine allgemeine Inflation nach sich und endete dann unvermeidlicherweise mit einer Deflation, sobald das Korrektiv des internationalen Anpassungsmechanismus in der Form des Goldstandards wirksam würde. Denn der Preisanstieg hätte ein Handelsbilanzdefizit sowie den Abfluss von Goldreserven zur Folge und würde dadurch die Geldversorgung verringern.⁶ Die Diskontierung von Staatswechseln durch die Zentralbank würde ebenfalls inflationär wirken.

Die klarste Darstellung der Real-Bills-Doktrin findet sich in den Schriften der britischen Banking-Schule und wurde von Walter Bagehot in seinem Klas-

6 Meltzer (2004), Kapitel 4.

siker «Lombard Street» sowie vom schottischen Bankier John Rae ausgezeichnet beschrieben. In der deutschsprachigen Literatur bildete sie die Grundlage für die Finanztheorien von Adolph Wagner und Walther Lotz.⁷ In den Diskussionen der Aldrich Commission in den USA, die schliesslich zur Schaffung des Federal Reserve Systems führten, wurde der Zentralbank die Funktion überbunden, die legitimen Bedürfnisse des Handels zu befriedigen.

Die Ideale der Verfechter der Real-Bills-Doktrin wichen in vielen Ländern deutlich von der Realität des Bankgeschäfts ab, erfolgte doch ein Grossteil der Kreditgewährung auf spekulativer Basis. In der Schweiz des späten 19. Jahrhunderts wollten die Anhänger des Zentralbankmonopols das Noteninstitut zu rigoroser Disziplin anhalten. Nach ihrer Meinung sollte sich eine Zentralbank analog zu der im Ausland geführten Debatte auf die Diskontierung echter Handelswechsel beschränken. Die Untugend des Finanzwesens im 19. Jahrhundert und insbesondere der Emissionsbanken lag darin, dass Banken ihre Noten auf der Grundlage von Finanzwechseln ausgaben: Das Portfolio der Emissionsbanken setzte sich in der Tat nur zu einem Drittel aus Handelswechseln zusammen, während der Rest aus Finanzwechseln bestand.⁸ Ein zeitgemässer Ansatz musste daher eine Lösung zur Aussonderung spekulativer Papiere bieten.

Gleich wie für die Bank of England, die Deutsche Reichsbank oder das amerikanische Federal Reserve System war die Real-Bills-Doktrin auch für die Nationalbank die Grundlage der Geldpolitik. Die vom ersten Direktorspräsidenten der Bank, Heinrich Kundert (zuvor Direktor der Zürcher Kantonalbank), festgelegten Prinzipien untersagten die Diskontierung von Finanzwechseln explizit. «Die Gesamtheit dieser Art rein kommerzieller Wechsel eines Landes repräsentiert das Maximum des Verkehrsbedürfnisses, nach welchem die Notenausgabe normiert werden soll. Die Nationalbank wird, will sie eine gesunde Zirkulation herbeiführen, vom Diskonto alle sogenannten Finanzwechsel ausschliessen müssen, sowie auch Wechsel, die bei Verfall erneuert werden sollen.»⁹ In den 1920er Jahren, als die SNB zur Vorkriegsparität zurückkehrte, insistierte sie mit grossem Stolz auf diesem Teil der Doktrin, was sie in ihren Augen von der inflationären und unverantwortlichen Politik der Reichsbank abhob: «Es sollte daher mit aller Bestimmtheit dargetan werden, dass die Nationalbank eben kein Kreditgeschäft [sic!] ist (im Gegensatz beispielsweise zur Deutschen Reichsbank).»¹⁰ Kunderts

7 Wagner (1866); Lotz (1881, 1976).

8 Kundert (1907), S. 18; SNB (1932), S. 17.

9 Kundert (1907), S. 17.

10 Usteri laut SNB, Protokoll des Direktoriums (1924), 20./21. November, Nr. 930.

Grundsätze wurden in einem wichtigen Dokument vom Januar 1924 wiederholt, das erneut die Basis der Diskontpolitik der SNB umschrieb. Auch hier wurde betont, dass die Bank keine Wechsel ohne Handelsbezug und keine einheimischen oder ausländischen Finanzwechsel diskontieren solle. «Wenn die Bank solchen Wechseln Eingang in ihr Portefeuille verschaffen würde, so stellte sie damit letzten Endes ihren billigen Notenbankkredit dem Aussteller eines solchen Wechsels zur Verfügung. Dadurch würde sie aber in nicht unbedeutendem Masse die Inflation fördern und müsste überdies riskieren, dass die Inanspruchnahme durch Diskontierung von solchem Papier es ihr verunmöglicht[e], den Diskontsatz für Wechsel aus Handel, Industrie und landwirtschaftlichen Kreisen auf niedrigem Niveau halten zu können.»¹¹ Aber zu diesem Zeitpunkt war die Doktrin nun heftig umstritten, und einige Schweizer Bankiers argumentierten, in der Schweiz stünden ganz einfach nicht genügend Handelswechsel zur Verfügung, um der Nationalbank das gleiche Vorgehen zu erlauben wie der englischen oder französischen Zentralbank. Einer dieser Bankiers richtete folgenden Brief an den Bankausschuss: «Der Schweiz fehlt der grosse internationale Handel, der mit Plätzen wie London, New York, [Le] Havre, Antwerpen, Rotterdam und Hamburg zusammenhängt und wo ideales kommerzielles Papier in grosser Menge entsteht. Rein kommerzielles Papier, wie es auch von Herrn Kundert [...] vor der Aufnahme der Tätigkeit der Nationalbank als einzig wünschbare Grundlage der Notenzirkulation gewünscht worden war, ist in der Schweiz nur in beschränktem Masse vorhanden.»¹² Der Anteil der Wechsel an den Aktiven der SNB war rückläufig. Als Folge der Kritik verzichtete die Nationalbank in der täglichen Praxis auf die strikte Durchsetzung ihres Banns gegen die Finanzwechsel.

Die zweite Säule der Notenbankpolitik im frühen 20. Jahrhundert war der Goldstandard. Dieser verlangte, dass die Zentralbanken die Sicherung der Konvertibilität als Hauptaufgabe ansehen und die Diskontpolitik sowie andere geldpolitische Instrumente für deren Aufrechterhaltung einsetzen sollten. Dabei wurde unterstellt, dass eine Zentralbank auf rückläufige Goldreserven mit einer Erhöhung des Diskontsatzes und umgekehrt auf eine Zunahme der Reserven mit einer Diskontsatzsenkung reagieren werde. Man war der Ansicht, dass die Befolgung der Regeln des Goldstandards die Real-Bills-Doktrin ergänze, da eine übermässige Kreditgewährung rückläufige Zinsen und steigende Preise für Güter und Vermögenswerte nach sich ziehe. Diese wiederum würden zu einer automatischen Korrektur des Handels-

11 SNB, Die Diskontpolitik der Bank (1924).

12 SNB, Sarasin an Usteri (1924), S. 2.

bilanzdefizits (bei den Gütern) bzw. der Kapitalverkehrsbilanz (bei den Vermögenswerten) führen, indem sie Goldabflüsse auslösten. Bei ungenügender Krediterteilung würden entgegengesetzte Kräfte wirksam. Auf diese Weise ginge eine Wirtschaftsexpansion in einer offenen Wirtschaft mit freiem Kapitalverkehr (wie der schweizerischen vor dem Ersten Weltkrieg) unter normalen Umständen mit einer Zunahme des Leistungsbilanzdefizits und dem Abfluss von Gold oder Edelmetallmünzen einher, wobei die angemessene geldpolitische Reaktion in einer Diskontsatzserhöhung bestünde. Dadurch würden sowohl die Gesamtnachfrage gedämpft als auch dem Abzug von Kapital der Reiz genommen.¹³

Die Frage, was mit der Real-Bills-Doktrin ohne Goldstandard geschehen würde, war für die Zentralbanken der fortgeschritteneren Volkswirtschaften vor 1914 hypothetischer Natur. Nach 1914 verursachte das Festhalten an dieser Doktrin in manchen Ländern schwere wirtschaftspolitische Fehler, wie die Finanzierung einer Hyperinflation in Deutschland – während der die Reichsbank ihre Massnahmen stets mit Argumenten der Real-Bills-Doktrin rechtfertigte – und die massive Geldmengenkontraktion in den Vereinigten Staaten. In den 1930er und 1940er Jahren kam die Real-Bills-Doktrin vor allem von Seiten Jacob Viners, Melchior Palyis¹⁴ und Lloyd Mints¹⁵ unter heftigen Beschuss, da sie eine prozyklische Geldpolitik fördere: Während des Konjunkturaufschwungs würden die Banken den Diskontkredit der Zentralbank beanspruchen und damit ihren Kunden Bankkredite gewähren. Sinkende Zinsen, ein Anstieg der Geldmenge und die Belebung der Produktion seien die Folge, wodurch wiederum mehr Handelswechsel ausgestellt und zum Rediskont vorgewiesen würden. Mit dem Anstieg der Preise würde auch der nominelle Betrag der diskontierten Wechsel steigen, was die Geldmenge weiter aufblähe und die Preise nach oben treibe. In analoger Weise würde ein Wirtschaftsabschwung durch die Kontraktion der Bankkredite und durch das rückläufige Volumen der Handelswechsel verstärkt.

Im Jahre 1982 kamen Thomas Sargent und Neil Wallace auf die Real-Bills-Doktrin zurück. Sie setzten sie mit Laissez-faire im Bankgeschäft und pareto-optimaler Reservenverteilung gleich. David Laidler wandte sich gegen diese Interpretation und erinnerte daran, dass die Doktrin auch zu unstabilem Preisniveau führte und dass sie sowohl Inflation als auch Deflation auslösen könne, je nach dem, wie der Begriff «Bedürfnis des Verkehrs» ausgelegt werde.¹⁶

13 Bordo (1984).

14 Palyi (1934).

15 Mints (1945).

16 Sargent und Wallace (1982); Laidler (1984).

Der mögliche Konflikt zwischen internem Gleichgewicht (gemäss Real-Bills-Doktrin) und externem Gleichgewicht einer offenen Wirtschaft mit freiem Kapitalverkehr (gemäss Anforderungen des Goldstandards) – wie er durch Robert Mundell berühmt wurde – war schon von Gottfried von Haberler erkannt worden.¹⁷ Wollte die Zentralbank angesichts einer mit Goldabflüssen verbundenen Konjunkturabschwächung im Inland die Binnenwirtschaft durch Kreditausweitung und Diskontsatzsenkung stützen, würde sie den Goldabfluss verstärken. Wenn sie umgekehrt die geldpolitischen Zügel anzöge, um Kapitalzuflüsse auszulösen und statt eines Goldabflusses einen Goldzufluss zu erreichen, würde sie die Binnenkonjunktur schwächen. Vor diesem Problem standen in der Zwischenkriegszeit viele Zentralbanken. Nachdem sich die Bank of England für die zweite Option entschieden hatte, verlor sie im Sommer 1931 an den Märkten so viel Glaubwürdigkeit, dass sie den Goldstandard aufgeben musste. Folgt man der Argumentation von Milton Friedman und Anna Schwartz, so beschleunigte das amerikanische Federal Reserve Board den wirtschaftlichen Zusammenbruch der USA massgeblich, indem es den Diskontsatz angesichts der Goldabflüsse nach der Abwertung des britischen Pfunds im September 1931 massiv anhub.¹⁸ Auch der Schweiz drohten in der ersten Hälfte der 1930er Jahre solche Abflüsse.

1.4 Die geldpolitischen Instrumente

Der Diskontsatz war gemäss der zu Beginn des 20. Jahrhunderts vorherrschenden Doktrin das wichtigste notenbankpolitische Instrument, um sowohl interne als auch externe Ziele zu erreichen. Sein Einsatz wurde jedoch zunehmend eingeschränkt: erstens aus politischen Gründen, war man doch der Ansicht, es sei untragbar, der einheimischen Wirtschaft um des ausserwirtschaftlichen Gleichgewichts willen Kosten zuzumuten. Man könnte argumentieren, eine Zentralbank vermöge dieses Instrument umso weniger einzusetzen, je stärker die politische Kontrolle ist, der sie unterliegt. Aus diesem Grund verlangten all jene, welche – wie der britische Notenbankgouverneur Montagu Norman – für die Zentralbanken mit Nachdruck eine wirtschaftspolitische Rolle forderten, dass Notenbanken unabhängig sein sollten. Eine zweite Beschränkung war technischer Art: Was, wenn das einheimische Volumen an Wechseln für eine wirksame Diskontpolitik der Zentralbank nicht ausreichte? In der Schweiz handelte es sich um das – bereits erwähnte – Problem des unzureichenden Umlaufs von Handelswechseln.

¹⁷ Bordo und James (2002).

¹⁸ Friedman und Schwartz (1963).

Die britischen Praktiker der Notenbankpolitik entwickelten deshalb ein zweites Instrument: Offenmarktkäufe und -verkäufe von Wertschriften (normalerweise Staatspapiere mit kurzer Restlaufzeit). Durch Käufe wurde zusätzliche Liquidität zur Verfügung gestellt, während Verkäufe Zentralbankgeld abschöpften.¹⁹ In den 1920er Jahren begann das Federal Reserve System, die Liquidität am Markt mit Offenmarktgeschäften zu steuern. Die Nationalbank war hingegen nicht in der Lage, solche Transaktionen vorzunehmen, wie britische Beobachter wiederholt feststellten. Erst während des Zweiten Weltkriegs begann die SNB damit, den Kauf von Staatspapieren zu benutzen, um den Geldmarkt zu beeinflussen, obwohl sie bereits während des Ersten Weltkriegs ein bedeutendes Volumen solcher Papiere erworben hatte.

Für den Fall, dass diese beiden notenbankpolitischen Instrumente Probleme bereiten sollten, konnte ein drittes Instrument zum Einsatz kommen, nämlich der An- und Verkauf von Gold oder Devisen. Es war in erster Linie zur Erreichung externer Ziele gedacht und wurde entsprechend benutzt; solche Operationen hatten aber auch Auswirkungen auf die Lage am inländischen Geldmarkt, denn alle Käufe von Aktiva erhöhen die Geldmenge, und alle Verkäufe schöpfen Liquidität ab.

Eine weitere Alternative, die das Federal Reserve System in der Zwischenkriegszeit entwickelte und die nach dem Zweiten Weltkrieg bei den Zentralbanken weite Verbreitung fand, bestand darin, die Reserveanforderungen an die Banken zu verändern. Das Umfeld, in dem die SNB – wie auch die meisten anderen europäischen Zentralbanken – damals wirkten, bot aber keine Möglichkeit, von den Banken solche Mindestreserven zu verlangen. In der Tat waren die meisten Länder nicht einmal in der Lage, den Begriff der Bank zu definieren.

Man kann die Geschichte der Politik der Nationalbank in den ersten 40 Jahren ihres Bestehens als Abkehr von der Diskontpolitik charakterisieren. Dafür gewann das Devisengeschäft an Bedeutung. Diese Entwicklung ist in erster Linie auf die wachsende Berücksichtigung der politischen Implikationen von Diskontsatzänderungen zurückzuführen. Kundert erklärte in seiner als Anleitung zu den Operationen der neuen Notenbank gedachten programmatischen Broschüre: «Es ist somit der Diskontsatz als eigentlicher Regulator der Notenzirkulation anzusehen.»²⁰ Die Spielregeln des Goldstandards verlangten, dass die Notenbank auf den Abfluss von Reserven bzw. auf eine Schwäche des Wechselkurses mit der Anhebung des Diskontsatzes reagierte.

19 Sayers (1957).

20 Kundert (1907), S. 10.

Vor dem Ersten Weltkrieg passte die SNB diesen Zinssatz relativ häufig an: nämlich 22 mal zwischen Juni 1907 und Juni 1914, wobei die Erhöhungen einem saisonalen Muster folgten und immer in die Zeit zwischen August und November fielen. Das erste Geschäftsjahr der SNB, 1907, verlief mit Währungsunruhen und Bankproblemen sehr dramatisch und wirkte wie die Generalprobe für die Katastrophe der Grossen Depression in der Zwischenkriegszeit. Im Oktober 1907 hob die Bank of England ihren Diskontsatz auf 5,5%, Anfang November auf 6% und danach auf 7% an. Die Reichsbank musste sogar noch weiter gehen, indem sie ihren offiziellen Zinssatz von 5,5% im April auf 6,5% Ende Oktober und 7,5% Anfang November erhöhte. Im Vergleich dazu erschien die Zinserhöhung der Nationalbank auf 4,5% im Juni, dann auf 5% im August und schliesslich auf 5,5% im November moderat. Wenn die Aufgabe einer Zentralbank darin bestand, die Binnenwirtschaft vor internationalen Störungen oder Schwankungen zu schützen – wovon immer mehr Zeitgenossen überzeugt waren – so schien die SNB den Test in ihrem ersten Geschäftsjahr sehr erfolgreich bestanden zu haben. Während in den Nachbarländern Deutschland und Italien akute Finanzkrisen zu Schwierigkeiten in Handel und Produktion führten, überstand die Schweiz die Panik von 1907 relativ unbeschadet. Die Zinsdifferenz zwischen der Schweiz und Frankreich ging nach 1907 deutlich zurück, so dass die Finanzierungskosten in der Schweiz sanken (Grafik 1.1).

An der ersten Generalversammlung der Nationalbank, die erst 1909 stattfand, führte der Präsident des Bankrats, Hirter, aus, die Hauptaufgaben der SNB sei «[...] den Geldumlauf des Landes zu regeln und den Zahlungsverkehr zu erleichtern [...]»²¹ Im Ersten Weltkrieg schlug er angesichts der neuen wirtschaftspolitischen Anforderung dann allerdings einen ganz anderen Ton an: Habe die Aufgabe der SNB in Friedenszeiten darin bestanden, «den Bedürfnissen von Handel und Industrie gerecht zu werden, den Zahlungsverkehr zu erleichtern und die schweizerische Valuta zu stützen», so ginge es in den Kriegsjahren – nachdem die wichtigsten Exportmärkte der Schweiz zusammengebrochen seien – nun darum, «die Arbeit nach Möglichkeit zu stützen» und sich «in den Dienst der Schaffung von Arbeitsplätzen» zu stellen.²² Bei Kriegsausbruch hatte das Direktorium die Schaffung einer Darlehenskasse – eines Kreditinstituts von der Art, wie es damals im Deutschen Reich zur Kriegsfinanzierung gegen Hinterlage von Kriegsanleihen geschaffen worden war – anfangs abgelehnt. Bankratspräsident Hirter vertrat aller-

21 SNB, Protokoll der Generalversammlung (1909), 24. April.

22 SNB, Protokoll der Generalversammlung (1916), 15. April.

dings «die Überzeugung, dass die Nationalbank, wenn sie sich ablehnend verhält, die Verpflichtung auf sich nehmen müsste, selber das zu leisten, was man von der Darlehenskasse erwartet.»²³ Deshalb fand sich die Nationalbank schliesslich mit der Darlehenskasse ab. Nur Monate nach Kriegsausbruch bezeichnete die SNB sich selber bereits als «Kriegsbank», deren wichtigste Aufgabe in der Diskontierung von Schatzanweisungen des Bundes sowie von Wechseln der Schweizerischen Bundesbahnen bestehe. Das Direktorium schrieb dem Bundesrat: «So gut wie die Deutsche Reichsbank und die Banque de France muss die Schweizerische Nationalbank die Kriegsbank des Staates sein.»²⁴ Es bestand weit verbreiteter Konsens, dass diese Aufgabe der politischen und militärischen Notlage entsprach und dass man so rasch als möglich zu der aus Friedenszeiten gewohnten Politik zurückkehren sollte, bei welcher die SNB für den Bund nicht mehr als Kreditbank fungieren würde.

Die rediskontierten Schatzanweisungen der öffentlichen Hand (Reskriptionen) machten Ende 1914 fast 32% des SNB-Portfolios aus. 1915 waren es 53%, 1916 bereits 67% und 1917 schliesslich 71%. Bis Ende 1918 war der Anteil – entsprechend der Absicht, zu den in Friedenszeiten geltenden Prinzipien zurückzukehren – aber bereits wieder auf 55% gefallen.

Im Laufe des Ersten Weltkriegs hatten sich in der Schweiz zunehmend Anzeichen der Inflation gezeigt. Bei Kriegsende lag das allgemeine Preisniveau mehr als doppelt so hoch wie zu Kriegsbeginn. Preiserhöhungen wurden in den Diskussionen des Direktoriums erstmals im September 1915 genannt, und Anfang 1917 war die Bank über die «ganz abnormen Proportionen» der «Teuerung» besorgt.²⁵ Aber niemand glaubte, dass die SNB dieser neuen Bedrohung etwas entgegensetzen könne.

Die Nationalbank sah die primäre Ursache der Inflation in den Preiserhöhungen für die wichtigsten schweizerischen Importgüter, die ihrerseits eine Ausweitung des Banknotenumlaufs notwendig machten.²⁶ Die Deutsche Reichsbank vertrat genau die gleiche Ansicht und argumentierte, dass die Inflationsursache im hohen Zahlungsbilanzdefizit des Deutschen Reichs zu

23 SNB, Protokoll des Direktoriums (1914), 25. August, Nr. 870.

24 SNB, Protokoll des Direktoriums (1914), 15. Oktober, Nr. 1112.

25 SNB, Protokoll des Direktoriums (1917), 10. Mai, Nr. 344; Ruoss (1992), S. 100.

26 Hirter: «Es darf eher die Konsequenz gezogen werden, dass die höheren Preise eine vermehrte Zirkulation notwendig machten»: SNB, Protokoll des Direktoriums (1916), 15. Dezember, Nr. 889. Burckhardt: «Den wesentlichsten Teil der Steigerung des Notenumlaufs erfordert die fortschreitende Preissteigerung der wichtigsten Importartikel der Schweiz»: SNB, Protokoll der Generalversammlung (1918), 6. April. Diese Ansicht schlug sich auch in den ersten zwei Festschriften der SNB nieder: SNB (1932), S. 152 ff. und SNB (1957), S. 95 f.

suchen sei.²⁷ In der Tat stiegen die Preise für Importgüter deutlich stärker als die Gross- und Detailhandelspreise in der Schweiz. Es gab nur wenige Hinweise auf einen Zusammenhang zwischen der Inflation und der Erhöhung der Banknotenausgabe bzw. der Emission von Banknoten gegen die Reskriptionen, welche der Bund angesichts der prekären Sicherheitslage zur Finanzierung der Verteidigungsausgaben ausgegeben hatte: Der Notenumlauf nahm von durchschnittlich 335 Mio. Franken im Jahre 1914 auf 733 Mio. Franken 1918 zu, und das Volumen der Reskriptionen in den Büchern der SNB stieg von 58 Mio. Franken Ende 1914 auf 312 Mio. Franken Ende 1918. Man hätte den Schluss ziehen können, die Übernahme von Reskriptionen erkläre den grössten Teil der Ausweitung des Notenumlaufs. Allerdings wurde die Debatte während des Ersten Weltkriegs wie auch danach dadurch kompliziert, dass man feststellte, dass ein Grossteil der Schweizer Banknoten im Ausland zirkulierte und darum nicht zum schweizerischen Geldangebot gezählt werden konnte. Anfang der 1920er Jahre schätzten sowohl die Nationalbank als auch die Deutsche Reichsbank, welche sich damals aus aktuellem Anlass mit diesem Problem befasste, den Umlauf von Franken-Noten im Ausland auf 200 bis 250 Mio. Franken (also auf rund ein Viertel der insgesamt ausstehenden Banknoten von gut 1000 Mio. Franken). Zudem ging man davon aus, dass rund 100 Mio. Franken im Inland gehortet wurden.²⁸

Es gab aber noch eine weitere mögliche Inflationsursache, nämlich den Ankauf von Gold gegen Schweizer Banknoten durch die SNB. Dieser erhöhte den Geldumlauf ebenfalls. In der Tat anerkannte die Nationalbank, dass die Inflation eine Folge ihrer Goldpolitik, namentlich ihrer umfangreichen Käufe von Gold des Deutschen Reichs und seiner Verbündeten, gewesen war (siehe 1.7). Vor allem deshalb verlangte das Direktorium eine Unterbrechung der Goldkäufe, als der Preisanstieg gegen Ende 1916 ausser Kontrolle zu geraten schien.²⁹ Diese Entwicklung verlief sehr ähnlich wie jene in den Vereinigten Staaten, wo die Reserven im Jahre 1918 um 88% über dem Stand von 1914 lagen. In der Schweiz betrug der entsprechende Anstieg 104%. Beide Länder litten unter Inflation: 1918 erreichte sie 19% in den Vereinigten Staaten und 25% in der Schweiz.³⁰

Damit war eine heftige Kontroverse über die angemessene Zentralbankpolitik entbrannt, und die Nationalbank traf ihre Entscheide nun unter den aufmerksamen Augen einer Öffentlichkeit, in deren Debatten sie einzugrei-

27 Holtfrerich (1986).

28 SNB, Protokoll des Bankrates (1924), 19. Januar, S. 325.

29 SNB, Protokoll des Direktoriums (1916), 15. Dezember, Nr. 889.

30 Meltzer (2004), S. 83, 91.

fen und welche sie zu beeinflussen trachtete. In der Schweiz nahm der Freiwirtschaftsbund eine Art proto-monetaristischen Standpunkt ein und wies der SNB die Schuld an der Geldmengenexpansion und somit an der Inflation der Kriegsjahre zu. Die Mitglieder dieses Bundes betrachtete man als Menschen mit einfachem, bäuerlichem Hintergrund, denen das ökonomische Wissen fehlte. Aber praktisch die gleichen Argumente, wie sie von dieser Seite zu hören waren, wurden im Frühjahr 1918 auch in einer Reihe von Artikeln der Zeitung «Der Bund» publiziert. Sie stammten aus der Feder ihres Wirtschaftsredaktors, einem Berner Privatdozenten namens Eduard Kellenberger, und die SNB kam in eine peinliche Lage, als einer ihrer Mitarbeiter in der «Neuen Zürcher Zeitung» anonym eine wenig überzeugende Replik veröffentlichte.³¹ Kellenberger sollte in der Zwischenkriegszeit einer der prominentesten Geldtheoretiker der Schweiz werden. Nach 1919 machten die gleichen Kritiker die Nationalbank für die Deflation verantwortlich.

Der Freiwirtschaftsbund bezog sich in den 1920er Jahren auf Ideen John Maynard Keynes', Gustav Cassels und Irving Fishers betreffend eine indexierte Währung, die Preisstabilität garantieren sollte. Die SNB und ihre Verteidiger kamen immer wieder auf den gleichen Punkt zurück, nämlich dass es so etwas wie *die* Preisentwicklung nicht gebe, da die wirtschaftliche Entwicklung durch zahlreiche relative Preisänderungen gekennzeichnet sei. Das Verhalten der Preise sei in der äusserst vielfältigen und differenziert strukturierten schweizerischen Wirtschaft sehr verschieden. Zudem würde eine indexierte Währung, wie der Direktoriumspräsident, Gottlieb Bachmann, an der Generalversammlung von 1928 in einem langen Referat darlegte, zu Wechselkursfluktuationen führen, welche Länder mit einem hohen Aussenhandelsanteil und bedeutenden ausländischen Investitionen – wie die Schweiz – in Schwierigkeiten brächten.³² Aus Sicht der SNB war es unmöglich, dass eine Zentralbank das Preisniveau beeinflussen konnte, und der Sekretär des amerikanischen Schatzamtes, Andrew Mellon, brachte dieses zentrale Paradigma der Notenbank wie folgt auf den Punkt: «Weder das Federal Reserve System noch irgendein anderes System kann die Preise kontrollieren.»³³ Demnach konnte die Eindämmung der Inflation nicht zu den Aufgaben einer Zentralbank gehören. Einmal mehr fand eine sehr ähnliche Diskussion unter vergleichbaren Umständen in den Vereinigten Staaten statt. 1926 wurde dem Kongress ein Gesetzesvorschlag unterbreitet, der dem Federal Reserve System ein Ziel –

31 SNB, Protokoll des Direktoriums (1918), 17. Juni, Nr. 465.

32 SNB, Protokoll der Generalversammlung (1928), 3. März.

33 Zitat nach Bachmann, SNB, Protokoll der Generalversammlung (1928), 3. März.

nämlich Preisstabilität – vorgeben sollte; dieser Vorschlag wurde aber vom Federal Reserve Board intensiv bekämpft. Dessen Vorsitzender, Benjamin Strong, sah darin ein Deckmäntelchen für die Interessen der Agrarwirtschaft bzw. ein Mandat, um das Problem der Landwirtschaftspreise zu lösen.³⁴

In der Zwischenkriegszeit verlagerte sich die Zentralbankpolitik zunehmend auf Devisenoperationen, da die Einsatzmöglichkeiten für das klassische Instrument der Zentralbankpolitik – die Diskontpolitik – immer mehr eingeschränkt worden waren.

1.5 Währungspolitik

Die Vertreter der Nationalbank waren der Ansicht, dass ihr Institut im Vergleich zum herkömmlichen System der Emissionsbanken einen bedeutenden Fortschritt in der Währungs- und Wechselkurspolitik darstellte. Vor allem weil die Emissionsbanken jeweils einen Grossteil – 80% bis 90% – ihres Notenkontingents ausgeschöpft hatten, verfügten sie im Herbst, d. h. wenn die Verhältnisse am einheimischen Markt speziell angespannt waren, nicht mehr über genügend Notenreserven, so dass Pariser Wechsel und Schecks mit einem beträchtlichen Abschlag gegen Bargeld, Gold oder Silber gehandelt wurden.

Der Hauptvorteil der SNB gegenüber dem vorangegangenen System der Emissionsbanken lag anfänglich darin, dass sie in der Lage war, den Silbermarkt zu regulieren und damit zu vermeiden, dass das Bargeldangebot periodisch austrocknete und die Silbermünzen – das Zahlungsmittel für den Alltag – verschwanden.

Anders als bei den meisten Zentralbanken in der Ära des Goldstandards definierte das Nationalbankgesetz die Währung nicht als Äquivalent zu einer bestimmten Menge Gold. Vielmehr war der Schweizer Franken im Zuge der Währungsreform von 1850–1852 gleich einem französischen Franken festgelegt worden, dessen Wert seinerseits ursprünglich als Äquivalent zu einer bestimmten Menge Silber definiert worden war. Goldmünzen kamen erst später hinzu. In den 1860er und 1870er Jahren waren die Schweizer Münzen zusammen mit Münzen der anderen LMU-Mitglieder im Umlauf. Ab 1878, als die Prägung der grössten Silbermünze – des Fünffrankenstücks – ausgesetzt wurde, lebten die Länder der LMU de facto mit einem Goldstandard, wobei die kleineren Silbermünzen (50 Rappen, ein und zwei Franken) als Scheidemünzen zirkulierten.³⁵

34 Meltzer (2004), S. 184.

35 Redish (2000), S. 173, 191, 201. Das französische Gesetz von 1803, welches den Franc Germinal einführte, legte fest, dass die Geldeinheit aus fünf Gramm Silber mit 90% Reinheitsgrad bestehen und Franc genannt werden solle. Siehe auch Halbeisen und Müller (1998).

1.5.1 Politische Risiken

Die Diskontpolitik befolgte die Spielregeln des Goldstandards nicht im strengen Sinne, da Änderungen des Diskontsatzes nicht immer mit Veränderungen der Reserven einhergingen. Die Nationalbank tätigte ausserdem eine Reihe von Goldgeschäften, um den Edelmetallfluss zu regulieren. Auch zinslose Darlehen an Goldimporteure zählten dazu. Die SNB intervenierte am Goldmarkt, indem sie im Ausland Gold kaufte, und zwar zumeist von anderen Zentralbanken. Mitunter verkaufte sie im Inland oder auch im Ausland Gold, um den Kurs des Schweizer Frankens zu stärken und eine Erhöhung des Diskontsatzes zu vermeiden. Sie tat dies etwa im Frühjahr 1908 oder im September 1911, als es – im Gefolge der Marokkokrise zwischen Frankreich und Deutschland – an den Finanzmärkten zu Panikreaktionen kam, sowie gegen Ende 1912 während einer Balkankrise. Im zweiten Jahrzehnt des 20. Jahrhunderts lagen die grössten Risiken, mit denen die Märkte konfrontiert waren, in politischen Krisen und standen im Zusammenhang mit der Erwartung, dass die Goldkonvertibilität bei einem grösseren europäischen Konflikt – wie früher in der Französischen Revolution und während der Napoleonischen Kriege – aufgehoben würde. «Keine Notenbank traute in der Vorweltkriegszeit dem Frieden, jede rechnete damit, dass man währungspolitische Instrumente als politische Waffe einsetzen könnte», wie der Wirtschaftshistoriker Knut Borchardt hierzu feststellte.³⁶

1914, beim Ausbruch des Ersten Weltkriegs, hob der Bundesrat die Goldkonvertibilität in der Tat auf; ein Zwangskurs machte die nun nicht mehr konvertierbaren Banknoten zu einem gesetzlichen Zahlungsmittel und erlaubte die Ausgabe von Noten in kleineren Stückelungen. Am 28. Juli 1914 gab die SNB bekannt, sie sei bereit, die geschäftlichen Beziehungen zu sämtlichen Firmen abzurechnen, die «spekulative» Exporte von Metallgeld ins Ausland vornehmen würden. Allerdings war sich das Direktorium an der gleichen Sitzung darin einig, dass ein offizielles Exportverbot kontraproduktiv sei und den Abfluss von Reserven beschleunige.³⁷

1.5.2 Die Rückkehr zum Gold

Nach Ende des Ersten Weltkriegs verfolgte die Nationalbank eine ziemlich restriktive Diskontpolitik. Im Oktober 1918 erhöhte sie den Diskontsatz um einen ganzen Prozentpunkt auf 5,5%, was damals der höchste Diskontsatz aller Zentralbanken war. Sie tat dies wahrscheinlich als Reaktion auf den

³⁶ Borchardt (1976), S. 49.

³⁷ SNB, Protokoll des Direktoriums (1914), 28. Juli, Nr. 691.

Grafik 1.3

Wechselkurs des Schweizer Franks gegenüber dem US-Dollar 1914–1925

Quelle: Global Financial Database.

Vorwurf der Inflationstreiberei während des Kriegs und unter dem Eindruck der vom Eidgenössischen Finanzdepartement (EFD) im März 1919 eingesetzten Kommission zur Revision des Nationalbankgesetzes, der auch ein Vertreter der Freigeldlehre angehörte.³⁸ Zudem kritisierte der Vorsteher des EFD, Bundesrat Jean-Marie Musy, die Nationalbank oft und heftig. Die politisch äusserst verwundbare Stellung der SNB – zur starken Präsenz der Politik in Bankrat und Bankausschuss kamen nun die Debatten über die Revision des Nationalbankgesetzes – bewirkte, dass die Notenbank sich herbeiliess, auf eine proto-monetaristische Theorie einzugehen, von der sie nichts hielt. Ein nahe liegender Schritt, um politischen Druck von der SNB zu nehmen, lag darin, so rasch wie möglich zu einem System fester Wechselkurse zurückzukehren. Hierzu bedurfte es aber einiger institutioneller Neuerungen, nachdem die Grundlage des alten Systems fester Wechselkurse in der Schweiz – die LMU mit ihrem «hinkenden Goldstandard» – durch den Krieg sowie durch die hohe Inflation in Frankreich und in Italien zerstört worden war. Als wichtigste Referenzwährung galt nunmehr der US-Dollar. Bei Kriegsbeginn hatte der Franken dieser Währung gegenüber an Wert verloren; mit Eintritt der Vereinigten Staaten in den Krieg (April 1917) wertete er sich gegenüber dem Dollar jedoch wieder markant auf (Grafik 1.3).

38 Ruoss (1992), S. 126.

Für einen Grossteil der Welt begann das wirtschaftliche Trauma der Zwischenkriegszeit mit einer fehlgeleiteten Geldpolitik in den frühen 1920er Jahren. Dies führte in Deutschland – und weiten Teilen Mitteleuropas – zu einer Hyperinflation und in Frankreich bis 1926 zu unkontrollierten Preissteigerungen. Man sah die Inflation in diesen Fällen als einen dramatischen Versuch an, Arbeiterunruhen durch Staatsdefizite und (nominale) Lohnerhöhungen zu vermeiden. In Grossbritannien und in den Vereinigten Staaten, wo die Gefahr einer Revolution geringer war, hatte der Wunsch, zu den sicheren Werten der Vorkriegszeit zurückzukehren, eine drastische Stabilisierung der öffentlichen Finanzen und einen geldpolitischen Restriktionskurs zur Folge, was in den Jahren 1920/21 zu einer heftigen Rezession führte. Die Schweiz blieb von beiden Extremen verschont, und ein Urteil über die Geldpolitik der SNB in den frühen 1920er Jahren fällt positiv aus. War dies Zufall, eine Folge guter Wirtschaftspolitik oder eine Konsequenz der Erfahrung, dass drastische Schwankungen des Diskontsatzes sowohl politisch als auch wirtschaftlich unerwünschte Konsequenzen hatten? Zum Teil lässt sich der Erfolg der damaligen schweizerischen Wirtschaftspolitik auf eine einfachere Ausgangslage für die Finanzpolitik der öffentlichen Hand zurückführen, die – anders als bei den ehemaligen Kriegsparteien – nicht mit einem grossen und potenziell Inflation verursachenden Überhang von Staatsschulden zu kämpfen hatte. Die soziale Lage in der Schweiz war jedoch äusserst angespannt und führte im November 1918 zum Generalstreik, den einige Beobachter gar als Beginn eines Bürgerkriegs interpretierten.

Die Nationalbank reduzierte ihren Bestand an Bundesreskriptionen rasch. Sie vermied starke Zinsaussschläge, wie sie sowohl durch die Bank of England als auch durch das Federal Reserve System bei der Bekämpfung der Inflation verursacht wurden. Vielmehr senkte die SNB den Diskontsatz im August 1919 auf 5%. 1921 und 1922 folgten weitere Zinssenkungen, so dass der Leitzins im August 1922 bei 3% lag. Es kam zu einem äusserst raschen Preisrückgang, der den Konsumentenpreisindex (KPI) 1921 um 10,6% und 1922 um 18,2% sinken liess. Ein starker Konjunkturabschwung setzte ein; das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) fiel schneller als zehn Jahre später in der Weltwirtschaftskrise (–5,6% bzw. +1,6% in den Jahren 1921/22 gegenüber –2,5% bzw. –2,8% in den Jahren 1931/32). Das Ausmass der Arbeitslosigkeit (58000 Personen 1921 und 67000 Personen 1922 bzw. 3,1% und 3,5% der arbeitsfähigen Bevölkerung) sollte bis 1933 nicht mehr erreicht werden. Trotzdem war dieser Einbruch weit weniger heftig als in Grossbritannien oder in den Vereinigten Staaten, wo der Grosshandelspreisindex von

1920 bis 1921 um 37%, die Industrieproduktion um 23% und das reale BIP um 20% zurückgingen, während die Arbeitslosenquote 1921 12% der arbeitsfähigen Bevölkerung erreichte.³⁹

In der Phase der Zinssenkungen von 1919 bis 1921 gab der Schweizer Franken gegenüber dem Dollar erneut nach, erholte sich 1922 aber wieder und näherte sich der Vorkriegsparität (unter dem Goldstandard) an. 1923 brachte eine neue Kursschwäche, dann aber folgte 1924 eine deutliche Erholung des Frankens, teils dank der Emission einer grossen Anleihe des Bundes in den Vereinigten Staaten und teils dank Goldverkäufen durch die SNB.⁴⁰

Zu dieser Zeit suchte die Nationalbank offensichtlich, zurück zu festen Wechselkursen zu gelangen, während Musy die Bank dafür kritisierte, diesen Schritt nicht schon früher getan zu haben. Ende 1924 kam das Direktorium zum Schluss: «Eine günstige Zahlungsbilanz und ein gesunder Finanzhaushalt des Staates werden die beste Gewähr für die Stabilität unserer Landeswährung bieten.»⁴¹ In der Folge erklärte sich die SNB bereit zu intervenieren, um den Dollarkurs stabil zu halten, gab aber keine formelle Erklärung über eine Neu- bzw. Wiedereinführung des Goldstandards ab. Auf diese Weise nahm die Nationalbank die allgemeine Umorientierung zu stabilen Währungen vorweg, die einen Höhepunkt erreichte, als das britische Pfund im April 1925 zur Vorkriegsparität von 4.86 US-Dollar zurückkehrte. Ab 1924 verfolgte die SNB in der Tat eine Politik fester Wechselkurse mit einem Dollarziel. Erst 1929 wurden die gesetzlichen Grundlagen für einen echten Goldstandard gelegt. Dies geschah im Rahmen eines neuen Nationalbankgesetzes, in welchem man den Schweizer Franken erstmals als Äquivalent einer bestimmten Menge Gold definierte. Wie die meisten anderen Länder, die in den 1920er Jahren zu einem Goldstandard zurückkehrten, vermied es auch die Schweiz, eine grosse Menge Goldmünzen in Umlauf zu setzen. Es gab im Ausland eindringliche Warnungen, dass – wie Gouverneur Norman von der Bank of England es ausdrückte – eine haufenweise Inverkehrsetzung von Metallgeld ein echter Rückschritt wäre.⁴² Der Übergang zu einem formellen Goldstandard im Jahre 1929 zeigte kaum Auswirkungen auf die praktische Geldpolitik. Wahrscheinlich lag der Hauptgrund für diesen Schritt eher in der Überlegung, die SNB müsse sich im Einklang mit der Politik der anderen wichtigen Zentralbanken befinden und den Prinzipien eines Golddevisenstandards folgen,

39 Meltzer (2004), S. 109 ff.

40 SNB, Protokoll des Direktoriums (1924), 23. September, Nr. 772.

41 SNB, Protokoll des Direktoriums (1924), 12. Dezember, Nr. 981.

42 BoE, Norman an Bachmann (1929).

wenn die Schweiz ein führendes Mitglied der neuen Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) werden wollte, deren Sitz der Bundesrat gerne in der Schweiz sah.⁴³

1.5.3 Kooperation unter den Zentralbanken und der Golddevisenstandard

In den frühen 1920er Jahren übte der Bundesrat öffentlich starken politischen Druck auf die Nationalbank aus. Ein Weg, wie die Zentralbanken in dieser Zeit versuchten, sich solchem Druck zu entziehen, war die Betonung gegenseitiger Kooperation. Montagu Norman erklärte, dass externe Unterstützung eine Zentralbank in die Lage versetzen könne, ihre Position zu festigen und sogar in der Öffentlichkeit an ihrer Regierung «herumzunörgeln».⁴⁴ Einige Mitglieder des Direktoriums hielten die Ansicht Normans für attraktiv und wiesen auf die Notwendigkeit einer internationalen Zusammenarbeit in der Geldpolitik hin. Aber bei den Diskussionen in Bankausschuss und Bankrat wurden sie immer wieder zurückgebunden. Für Norman und seine Gefolgsleute schien die Zusammenarbeit vor allem darum nötiger denn je zu sein, weil sich der Charakter des internationalen Währungssystems verändert hatte, die Goldbestände gesunken waren und in den Zentralbankreserven wichtige Währungen die Funktion des Goldes übernahmen – im Rahmen eines Systems, das als Golddevisenstandard bekannt wurde.

Im Jahre 1928 nannte Direktoriumspräsident Bachmann den Golddevisenstandard «eine auf Basis des Goldes durch Golddevisen manipulierte Währung».⁴⁵ Sie enthielt ein beachtliches Risiko für den Fall, dass der Emitent einer Reservewährung in der Befolgung der Regeln des Goldstandards unsicher werden sollte. Anfang 1931 legte Bachmann dem Bankausschuss dar, dass «die Nationalbank [...] wider Willen zu einem starken Devisenportefeuille gekommen» sei⁴⁶, aber versuchen wolle, dieses abzubauen. Der Anteil der Fremdwährungsreserven war in der Tat von 14% im Jahre 1923 auf 33,1% Ende 1930 gestiegen. Ernst Weber, der Leiter des III. Departements (Operatives Bankgeschäft), wies darauf hin, dass «man [...] in den englischen Finanzkreisen über die valutarischen Verhältnisse sehr beunruhigt» sei.⁴⁷ Mitte Juli 1931, als das Deutsche Reich durch eine Finanz- und Bankenkrise gelähmt war, meinte das Direktorium: «Sollte diese Sachlage andauern, so könnte es sich auch für uns nicht mehr darum handeln, das

43 SNB (1932), S. 298.

44 Zitat nach James (2001), S. 36.

45 SNB, Protokoll der Generalversammlung (1928), 3. März.

46 SNB, Protokoll des Bankausschusses (1931), 22. Januar, S. 19.

47 SNB, Protokoll des Bankausschusses (1931), 22. Januar, S. 30.

[...] [Pfund] unbeschränkt aufzunehmen.»⁴⁸ Am 20. August verkaufte die Bank of England der Nationalbank Gold gegen 332 000 Pfund Sterling, und am 7. September beschloss die SNB den Verkauf von weiteren 500 000 britischen Pfund. In ihrer Korrespondenz und ihren Diskussionen mit der Bank of England erwähnte die SNB etwas verschämt die Pfundverkäufe und führte aus, dass deren grösster Teil aus dem Privatsektor stamme und die Nationalbank sozusagen der einzige Käufer am Markt gewesen sei.⁴⁹ Tatsächlich baute die SNB ihre Pfundbestände sehr erfolgreich und diskret ab. Während der letzten Verkaufstransaktionen schrieb der Direktoriumspräsident dem Gouverneur der Bank of England sogar einen Brief, der wahrscheinlich erst nach der Pfundabwertung in Grossbritannien eintraf, in welchem er die Pfundverkäufe mit den das Gold betreffenden schweizerischen Vorschriften begründete und den zynischen Satz anfügte, dass er glaube, mit diesem Vorgehen der engen Zusammenarbeit zwischen den Zentralbanken zu dienen.⁵⁰ Als die Bank of England am 21. September das Pfund endlich vom Gold löste, hielt die SNB – anders als etwa die niederländische Zentralbank, die bedeutende Verluste erlitt – nur noch einen vernachlässigbaren Teil ihrer Reserven in britischen Pfund. Kurz nach der Beilegung der Krise in Grossbritannien erliess das Direktorium Weisung für den Verkauf von US-Dollar⁵¹, da ein spekulativer Angriff auf diese Währung am wahrscheinlichsten schien. Anfang Oktober beschloss die SNB auch den Verkauf eines Teils ihrer Reserven an französischen Franken.⁵² So war die Nationalbank im Laufe des Jahres 1931 von einem Golddevisenstandard praktisch zu einem klassischen Goldstandard zurückgekehrt⁵³, und Bachmann konnte den Bankrat zu Beginn des schicksalhaften Monats September mit den Worten beruhigen: «Die Nationalbank ist vielleicht diejenige Notenbank, die am meisten auf eine Verstärkung ihres Goldbestandes hinzielt.»⁵⁴ Der Anteil der Fremdwährungen an den Reserven fiel bis Ende 1931 auf 4,4% (Grafik 1.2).

48 SNB, Protokoll des Direktoriums (1931), 15. Juli, Nr. 587.

49 BoE, Gesprächsnotiz Dr. Weber (1931).

50 BoE, Bachmann an Siepmann (1931).

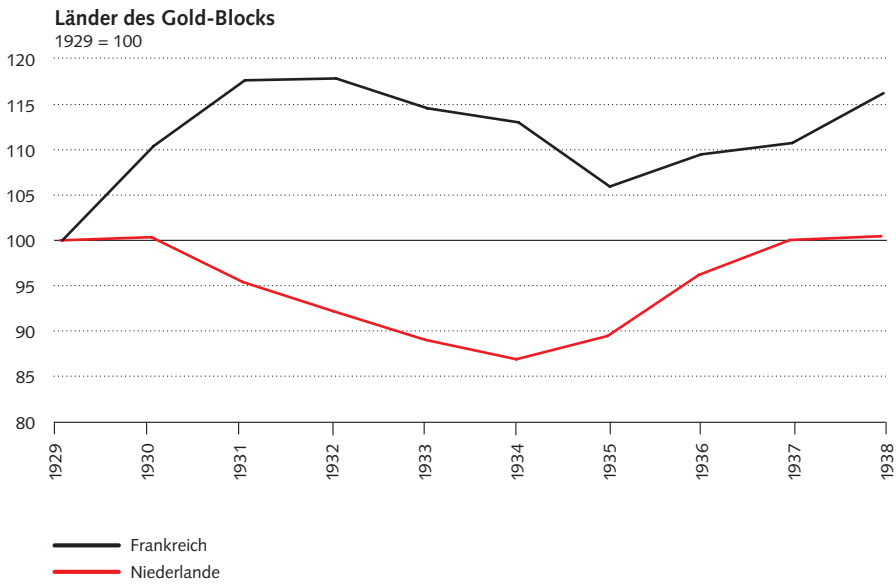
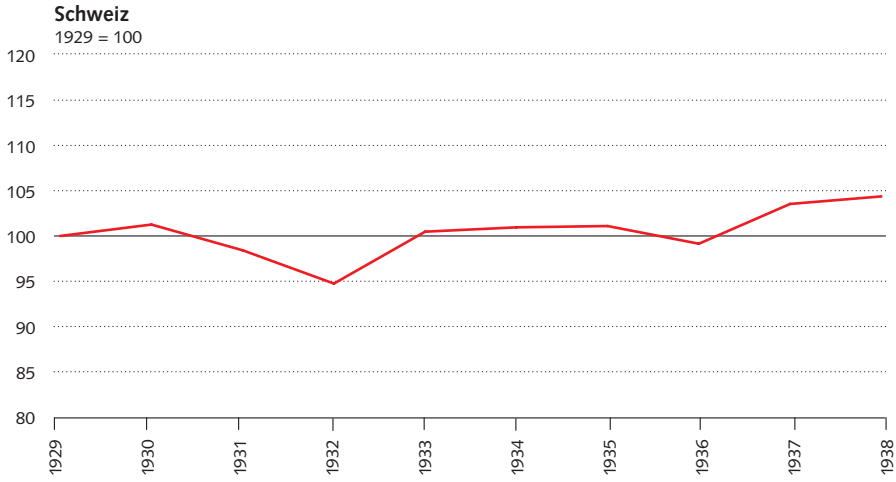
51 SNB, Protokolle des Direktoriums (1931), 5. Oktober, Nr. 807; 8. Oktober, Nr. 819.

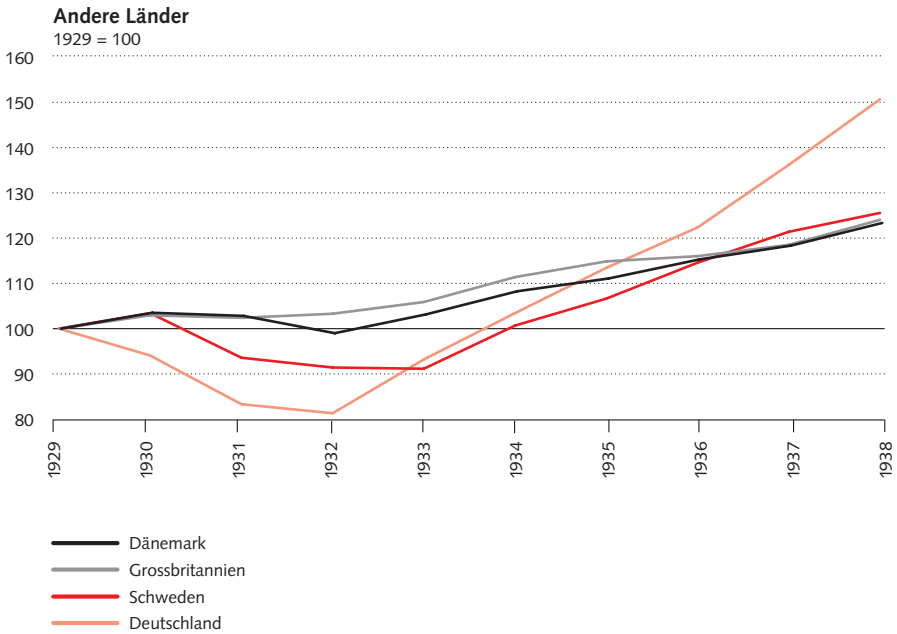
52 SNB, Protokoll des Direktoriums (1931), 8. Oktober, Nr. 819.

53 SNB, Krise, Wirtschaft und Banken (1932).

54 SNB, Protokoll des Bankausschusses (1931), 4./5. September, S. 218.

Grafik 1.4
Reales BIP in den 1930er Jahren





Quelle: Bordo et al. (2001).

1.5.4 Die Kontroverse um die Abwertung⁵⁵

Die Schweiz behielt den Golddevisenstandard zusammen mit Frankreich und den Niederlanden länger als alle anderen Länder in Europa bei, obwohl der Preis hierfür ständig stieg. 1936 war sie zusammen mit Frankreich und den Niederlanden Teil des so genannten «Gold-Blocks». Andere Länder verfolgten andere Strategien: Als Grossbritannien im September 1931 den Goldstandard verliess, taten es ihm zahlreiche Länder des Empire sowie einige skandinavische und lateinamerikanische Länder gleich. Ab Sommer 1931 verhängten Deutschland und weitere mitteleuropäische Länder (namentlich Österreich und Ungarn) immer umfassendere Devisenkontrollen, welche die Konvertibilität – die Basis des Goldstandards – ausser Kraft setzten. Die Vereinigten Staaten gaben den Goldstandard im April 1933 auf, und einige lateinamerikanische Länder folgten diesem Beispiel. Der Hauptunterschied zwischen den Ländern des Gold-Blocks und anderen Volkswirtschaften lag in der Dynamik der Wirtschaftserholung und darin, dass die Produktion der Länder des Gold-Blocks in den 1930er Jahren stagnierte (Grafik. 1.4).

55 Dieser Abschnitt basiert auf Untersuchungen in Zusammenarbeit mit Thomas Helbling vom IWF.

Für den Entscheid, die Goldparität aufrechtzuerhalten, zeichnete nicht die Nationalbank verantwortlich, obwohl sie den entsprechenden politischen Konsens offensichtlich mittrug. Ein Grossteil der modernen wissenschaftlichen Literatur versucht zu erklären, weshalb die Schweiz und die anderen beiden Länder des Gold-Blocks – Frankreich und die Niederlande – bis zum bitteren Ende am Goldstandard festhielten.⁵⁶ Lässt sich diese Präferenz mit den Interessen des schweizerischen Finanzsektors erklären? Das Argument wurde ursprünglich in Analogie zu Grossbritannien vorgebracht, wo die City und deren Anliegen Mitte der 1920er Jahre Anlass für die Rückkehr zum Gold bei überbewerteter Parität gewesen waren.⁵⁷ In neuerer Zeit führt man eher ideelle Gründe an, wie die Nachwirkung der Orthodoxie des Goldstandards⁵⁸ oder den angeblichen «Mythos Schweizer Franken».⁵⁹

In der Schweiz stand die öffentliche Diskussion um die Wechselkurspolitik während der Weltwirtschaftskrise hauptsächlich im Zeichen des Aussenhandels. Sie wurde aber durch eine Handelspolitik kompliziert, welche sich stark von jener unterschied, die in den klassischen Debatten zum externen Gleichgewicht in der Ära des Goldstandards vorausgesetzt war: Vor allem die umfangreichen protektionistischen Massnahmen, Quotensysteme und weit verbreiteten Devisenkontrollen erschwerten die Beurteilung der Auswirkungen von Wechselkursänderungen auf den Handel. Die Kosten für die Beibehaltung des zusehends überbewerteten Frankenkurses wurde damals in der Verringerung der Exportnachfrage durch hohe Preise für Schweizer Güter gesehen. Als entsprechend gefährdet musste man die Arbeitsplätze in der Schweiz ansehen. Merkwürdigerweise wandten sich aber gerade die damals bedeutendsten und mächtigsten schweizerischen Exportunternehmen – pharmazeutische und chemische Firmen wie CIBA, Maschinenbauunternehmen wie Brown Boveri und Sulzer – sowie die äusserst einflussreichen Meinungsführer vom Vorort des Schweizerischen Industrie- und Handelsvereins in aller Öffentlichkeit gegen eine Abwertung.⁶⁰ Zum Teil argumentierten sie, eine Paritätsänderung führe nur zu einem Kostenanstieg bei Importgütern und Rohstoffen, da wichtige Handelspartner (im Westen) ebenfalls Mitglieder des Gold-Blocks seien bzw. (in Mitteleuropa) Devisen-

56 Eichengreen und Sachs (1985).

57 Arlettaz (1982).

58 Baumann und Halbeisen (1999) sowie die allgemeine Interpretation von Eichengreen und Temin (2000).

59 Tanner (2000).

60 Müller (2002).

kontrollen erlassen hätten. Ein Preisanstieg bei den importierten Nahrungsmitteln könne höhere Lohnforderungen nach sich ziehen. Überlegungen zur Eigenart der schweizerischen Exportgüter hatten ebenfalls Gewicht. So wurde darauf hingewiesen, die grossen schweizerischen Exportunternehmen handelten nicht mit preisempfindlichen Massen-, sondern mit spezialisierten Exportgütern, bei welchen die Nachfrage recht unelastisch auf Preisänderungen reagiere. Sodann spiele sich der Handel mit Mitteleuropa ab 1931 bilateral und auf der Grundlage von Clearingabkommen mit zwölf Ländern ab, die Devisenkontrollen erlassen hätten, worunter insbesondere Deutschland hervorsteche. In diesem Umfeld mit willkürlich festgelegten Wechselkursen seien von einer Änderung der Goldparität des Frankens keine spürbaren Auswirkungen auf das Handelsvolumen zu erwarten. Daher sprachen sich paradoxerweise ausgerechnet diejenigen Interessengruppen eindeutig für den Status quo aus, von welchen man eigentlich erwartet hätte, dass sie am ehesten eine Änderung der Politik fordern würden. Sie argumentierten, dass eine Abwertung eher zu einer Kontraktion als zu einer Expansion der Wirtschaft führe. Selbst im privaten Gespräch waren nur wenige Geschäftsleute bereit, sich für die am nächsten liegende Folgerung auszusprechen, nämlich dafür, dass die schweizerische Wirtschaft von einer «manipulierten Währung» profitieren würde.⁶¹

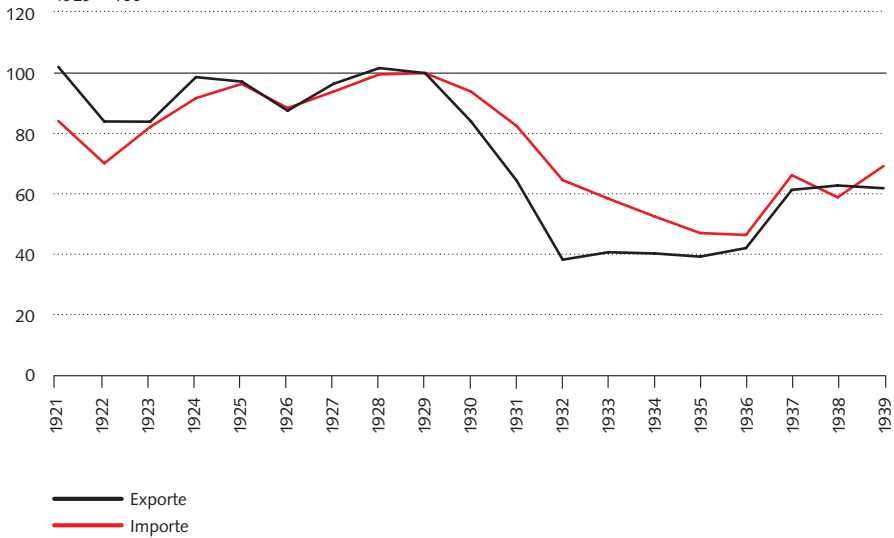
Die Weltwirtschaftskrise schlug sich deutlich in der schweizerischen Handelsbilanz nieder. Sowohl das nominelle als auch das reale Warenhandelsdefizit weiteten sich von 1930 bis 1933 aus, reduzierten sich aber wieder, als die Schweizer Exporte dank dem Wirtschaftsaufschwung in den Vereinigten Staaten und in anderen Ländern anzuziehen begannen (Grafik 1.5). In Struktur und Richtung des Handels gab es eine Asymmetrie zwischen Exporten und Importen. Bestanden die meisten Exporte aus Fertigfabrikaten, so handelte es sich bei den Importen zumeist um Nahrungsmittel und Rohstoffe. Nimmt man die Jahre vor der Krise – 1925 bis 1929 – als Basis, so erweist sich der Gold-Block als wichtigstes Herkunftsgebiet von Importen, während der Sterling-Block und der Rest der Welt eine grössere Rolle als Ausfuhrdestinationen spielten. In der Krise von 1930 bis 1935 litten die nominellen Exporte in die Länder sowohl des Sterling- wie des Dollar-Blocks, während die nominellen Importe weniger beeinträchtigt waren. Allerdings ist eine gewisse Vorsicht angebracht, da die nominelle Entwicklung des Handels die Entwicklung der Mengen wegen der Preiseffekte verdecken kann, weshalb auch die Handelsmengen berücksichtigt werden müssen. Dabei

61 Halbeisen (2005) am Beispiel der Firma Saurer in Arbon.

Grafik 1.5
Entwicklung des schweizerischen Aussenhandels

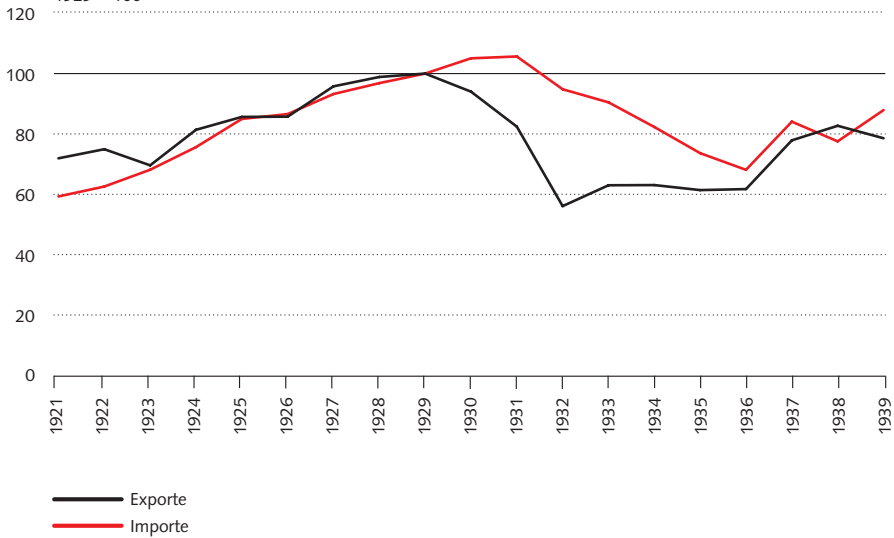
Warenimporte und -exporte (nominell)

1929 = 100



Warenimporte und -exporte (zu konstanten Grosshandelspreisen)

1929 = 100



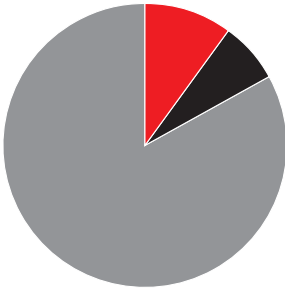
Quelle: Historische Statistik der Schweiz (1996).

Grafik 1.6

Struktur des schweizerischen Aussenhandels 1925–1929

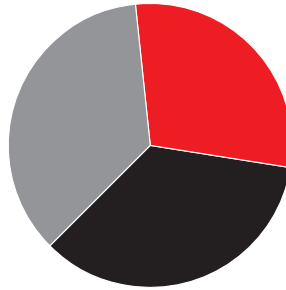
Jahresdurchschnitte, in Prozent des Totals

Exporte nach Kategorien



- 10% Nahrungsmittel
- 7% Rohstoffe
- 83% Fertigerzeugnisse

Importe nach Kategorien



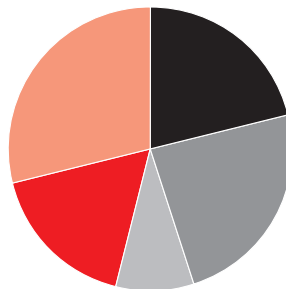
- 29% Nahrungsmittel
- 35% Rohstoffe
- 36% Fertigerzeugnisse

Exporte nach Absatzmärkten



- 17% Deutschland
- 12% Gold-Block
- 19% Sterling-Block
- 17% Dollar-Block
- 35% Sonstige

Importe nach Herkunft



- 21% Deutschland
- 24% Gold-Block
- 9% Sterling-Block
- 17% Dollar-Block
- 29% Sonstige

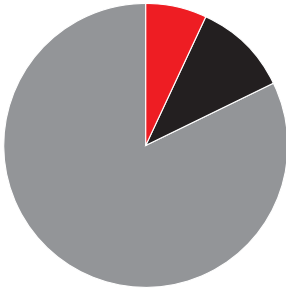
Quelle: Historische Statistik der Schweiz (1996) und Statistisches Jahrbuch der Schweiz (verschiedene Jahre).

Grafik 1.7

Struktur des schweizerischen Aussenhandels 1934/35

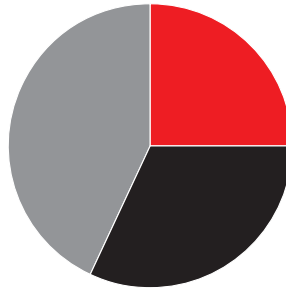
Jahresdurchschnitte, in Prozent des Totals

Exporte nach Kategorien



- 7% Nahrungsmittel
- 11% Rohstoffe
- 82% Fertigerzeugnisse

Importe nach Kategorien



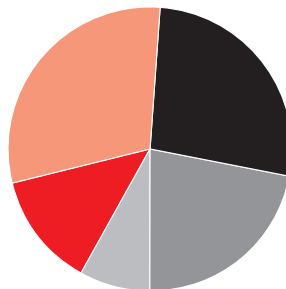
- 25% Nahrungsmittel
- 32% Rohstoffe
- 43% Fertigerzeugnisse

Exporte nach Absatzmärkten



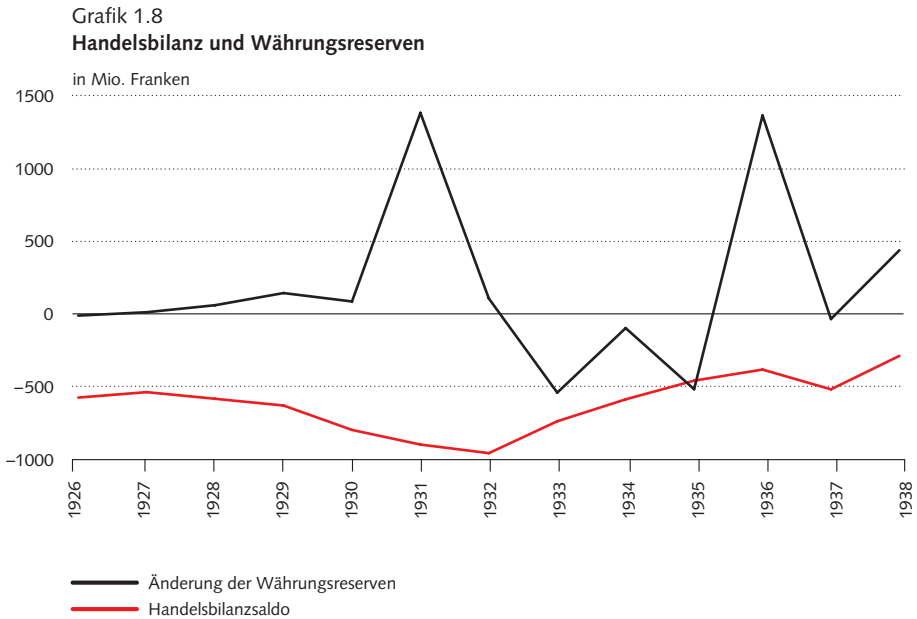
- 21% Deutschland
- 20% Gold-Block
- 13% Sterling-Block
- 11% Dollar-Block
- 35% Sonstige

Importe nach Herkunft



- 27% Deutschland
- 22% Gold-Block
- 8% Sterling-Block
- 13% Dollar-Block
- 30% Sonstige

Quelle: Historische Statistik der Schweiz (1996) und Statistisches Jahrbuch der Schweiz (verschiedene Jahre).



Quelle: Historische Statistik der Schweiz (1996).

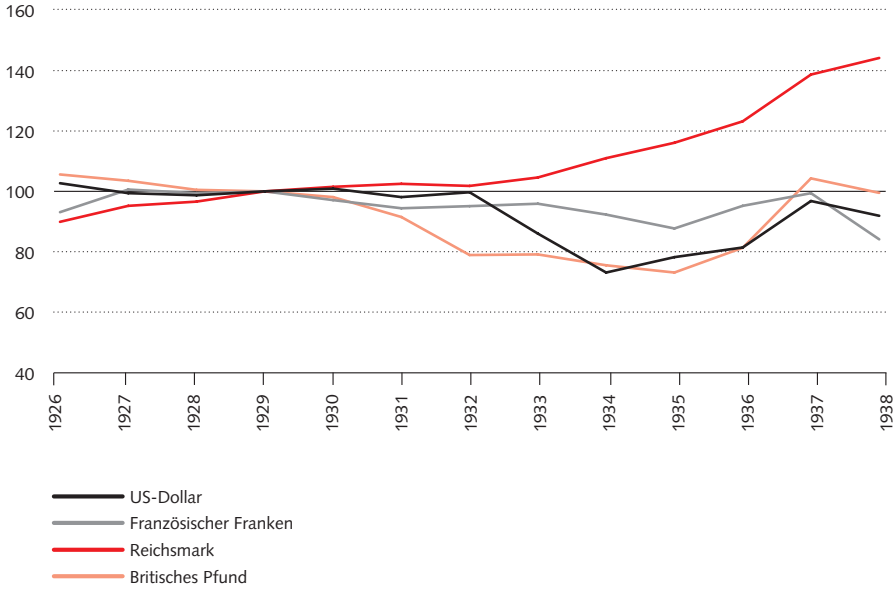
stellt man fest, dass das Importvolumen aus den Ländern des Gold-Blocks und aus Deutschland zurückging, denn einige Länder des Gold-Blocks – wie Frankreich – hatten umfassende Handelsquoten erlassen, und Deutschlands Währung wertete sich gegenüber dem Schweizer Franken real auf. Demgegenüber blieben die Importe aus den Ländern des Sterling- und des Dollar-Blocks sowie aus dem Rest der Welt mengenmässig weiterhin robust (Grafiken 1.6 und 1.7).

Es kam jedoch auch zu bedeutenden Nettodevisenflüssen, nämlich aus dem Dienstleistungsexport (vor allem im Versicherungsgeschäft) und dank grösserer Kapitalzuflüsse (siehe 1.6). Während der 1930er Jahre gab es eine grosse Diskrepanz zwischen der Entwicklung der Währungsreserven (Gold und Devisen) und der Handelsbilanz, die während der ganzen Periode defizitär war (Grafik 1.8). Die bilateralen Wechselkurse jener Zeit widerspiegeln denn auch eindrücklich die Auswirkungen, welche die unveränderte Anbindung des Frankens an das Gold in einer Periode hatte, in der die wichtigsten Handelspartner abwerteten oder Devisenkontrollen einführten: Der Franken erfuhr gegenüber dem britischen Pfund und dem US-Dollar eine reale Aufwertung; er stieg aber auch gegenüber dem französischen Franken, weil der Preisrückgang in Frankreich stärker ausfiel als in der Schweiz (Grafik 1.9).

Grafik 1.9

Bilaterale reale Wechselkurse

Schweizer Franken pro Fremdwährungseinheit, berechnet anhand von Grosshandelspreisindizes
1929 = 100



Quelle: Historische Statistik der Schweiz (1996), Mitchell (1976) und eigene Berechnungen.

Um die wirtschaftspolitischen Handlungsalternativen von damals anhand ökonomischer Schätzungen zu beurteilen, wird ein zweistufiges Vorgehen gewählt.⁶² Der erste Schritt besteht in einer Politiksimulation anhand eines modifizierten McCallum-Nelson-Modells, d. h. eines einfachen Makromodells einer kleinen offenen Volkswirtschaft.⁶³ Anders als bei modernen Versionen dieses Modells, bei welchen Zinsregeln üblicherweise den nominalen Anker bilden, arbeitet die hier verwendete Variante mit einem über den Goldautomatismus wirkenden monetären Anpassungsmechanismus. Die Simulationen der Wirtschaftspolitik werden sodann anhand eines um Kapitalströme und einen Bankensektor erweiterten Makromodells durchgeführt. Schliesslich wird das Modell auf den Handel mit mehreren Partnern ausgedehnt, wobei die Variablen der Partnerländer als gegeben vorausgesetzt sind.

⁶² Siehe Anhang I, der auf Untersuchungen in Zusammenarbeit mit Thomas Helbling vom IWF beruht.

⁶³ McCallum und Nelson (2001).

Im zweiten Schritt wird die Lösung des Modells im Hinblick auf alternative wirtschaftspolitische Szenarien berechnet. Es werden insbesondere zwei kontrafaktische Szenarien analysiert:

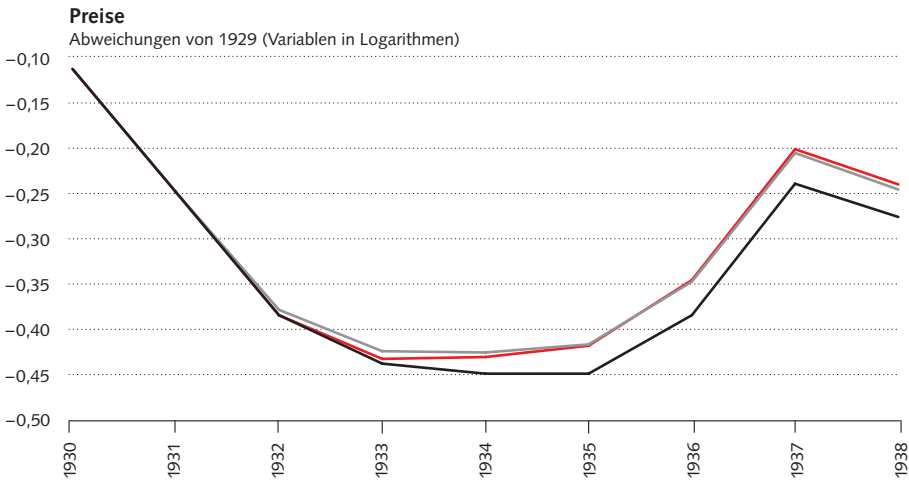
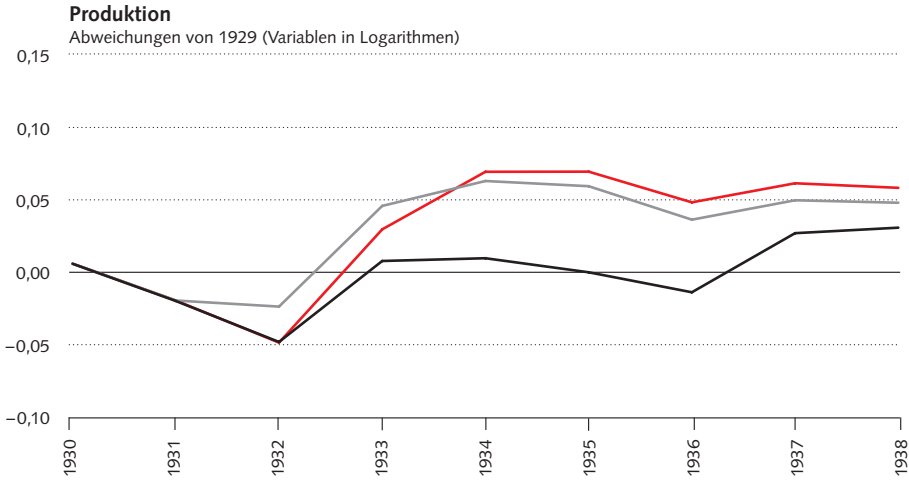
Sterling-Szenario: In diesem Szenario wird angenommen, dass die SNB den Franken überraschend vom Gold löste und an das britische Pfund anband, nachdem Grossbritannien den Goldstandard aufgegeben hatte. Einfachheitshalber wird davon ausgegangen, dass der Wechselkurs des Frankens zum britischen Pfund bis Ende 1938 auf dem Durchschnitt von 1931 verharrte. Die Wechselkurse gegenüber anderen Währungen – dem französischen Franken, der Reichsmark und dem US-Dollar – werden anhand von Kreuzparitäten berechnet.

Dollar-Szenario: Dieses Szenario geht davon aus, dass die SNB den Franken überraschend vom Gold löste und an den US-Dollar anband, nachdem die Vereinigten Staaten den Goldstandard aufgegeben hatten. Einfachheitshalber wird unterstellt, dass der Wechselkurs des Frankens zum US-Dollar bis Ende 1938 auf dem Durchschnitt von 1932 verharrte. Die Wechselkurse gegenüber anderen Währungen – dem französischen Franken, der Reichsmark und dem britischen Pfund – werden anhand von Kreuzparitäten berechnet.

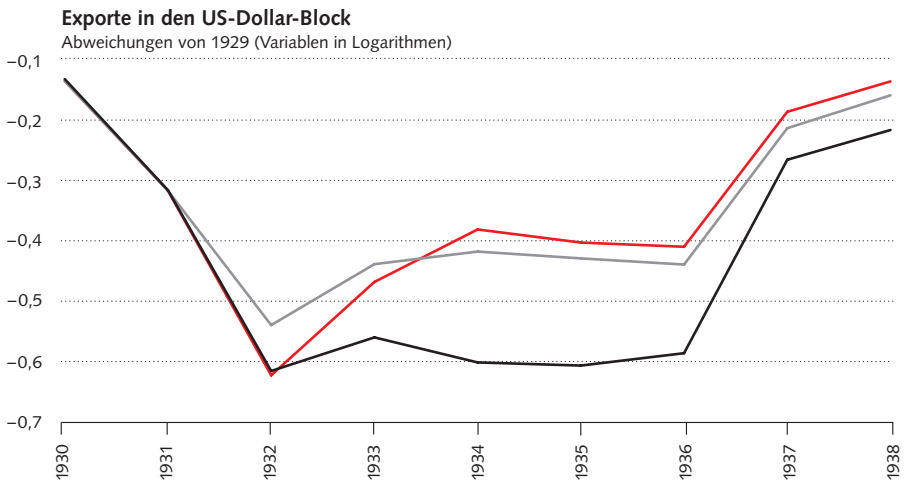
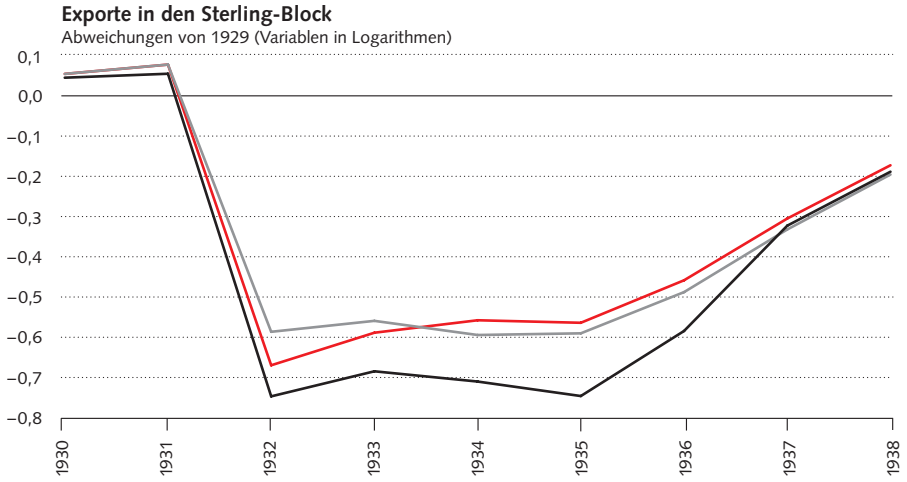
Die kontrafaktischen Simulationen beruhen auf der grundlegenden Annahme, dass die Änderung der Geldpolitik unerwartet vorgenommen wurde und dass die Marktteilnehmer die neue Politik als glaubwürdig und dauerhaft ansahen. Die kontrafaktischen Abwertungsszenarien legen eindeutig nahe, dass eine frühere Abwertung des Schweizer Frankens die Produktion im Vergleich zur tatsächlichen Entwicklung stimuliert und die Wende von der Deflation zur Inflation früher herbeigeführt hätte (Grafik 1.10, welche Abweichungen vom Preisniveau und nicht die Inflation abbildet). Eine Bindung an das britische Pfund hätte die Rezession gemildert und eine Bindung an den US-Dollar in dem Sinne prozyklisch gewirkt, dass sie den Aufschwung infolge der konjunkturellen Trendwende in Amerika im Jahre 1933 verstärkt hätte.

Die Schweiz profitierte von bedeutenden Nettozuflüssen an Devisen und Gold. Bei einem Teil davon muss es sich um Kapitalzuflüsse gehandelt haben. Eine frühere Abwertung hätte diese Mittelflüsse dämpfen können. Geht man davon aus, dass die SNB auf sterilisierte Deviseninterventionen verzichtet hätte, wären die Vorteile einer früheren Abwertung über den Goldautomatismus durch einen Rückgang der Kapitalflüsse vermindert worden: Geringere Nettozuflüsse hätten den Zuwachs des Geldangebots beschränkt und damit die Zinsen erhöht. Höhere Zinsen wiederum hätten die Entfaltung der Binnennachfrage behindert.

Grafik 1.10
Kontrafaktische Simulationen: Grundlagen



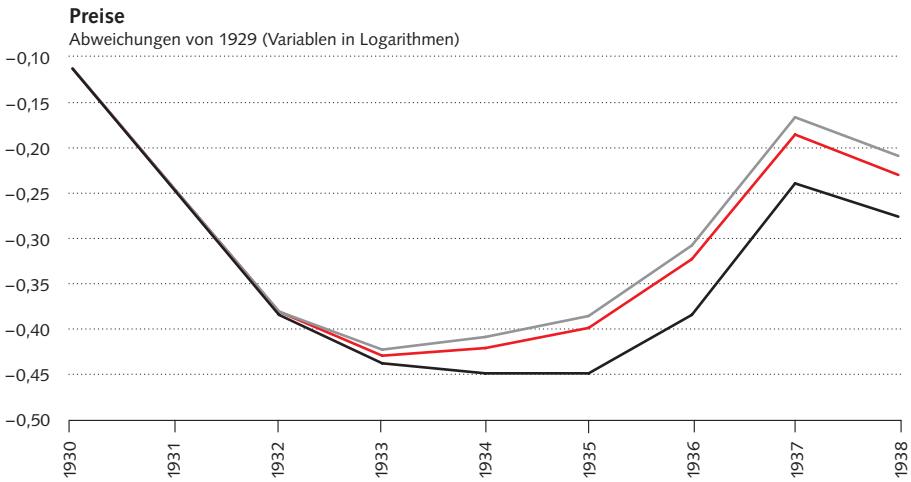
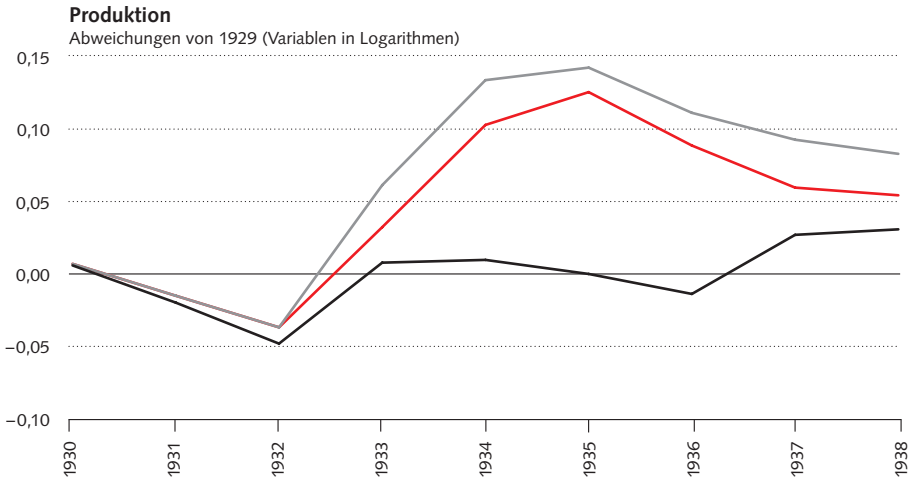
- effektive Entwicklung
- bei kontrafaktischer Anbindung des Frankens an das Pfund
- bei kontrafaktischer Anbindung des Frankens an den US-Dollar



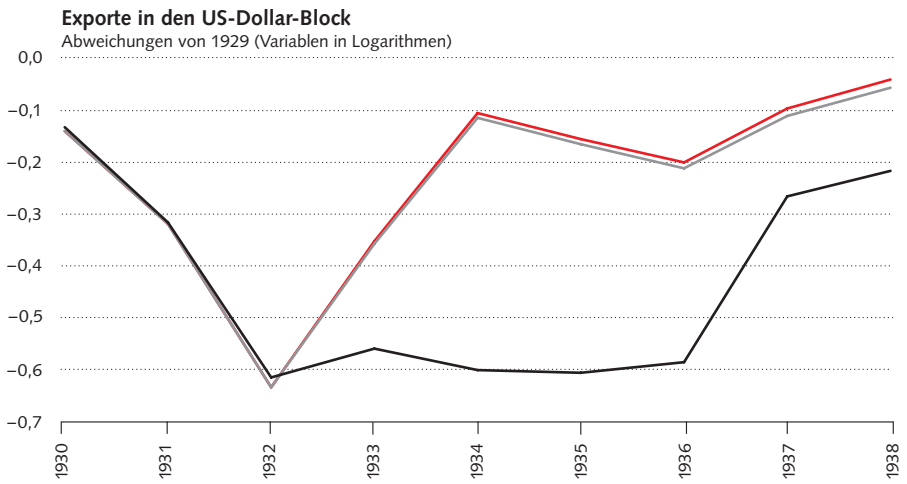
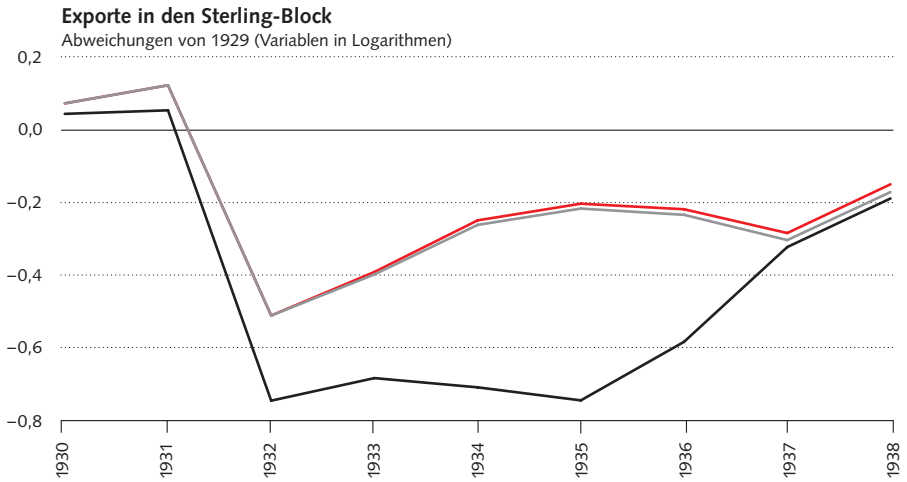
- effektive Entwicklung
- bei kontrafaktischer Anbindung des Frankens an das Pfund
- bei kontrafaktischer Anbindung des Frankens an den US-Dollar

Quelle: Historische Statistik der Schweiz (1996) und eigene Berechnungen.

Grafik 1.11
Kontrafaktische Simulationen mit geschätzter Elastizität von Export- und Importnachfrage und einem gegenläufigen Schock beim Kapitalfluss.



- effektive Entwicklung
- bei kontrafaktischer Anbindung an den US-Dollar ohne gegenläufigen Kapitalflussschock
- bei kontrafaktischer Anbindung an den US-Dollar und gegenläufigem Kapitalflussschock



- effektive Entwicklung
- bei kontrafaktischer Anbindung an den US-Dollar ohne gegenläufigen Kapitalflussschock
- bei kontrafaktischer Anbindung an den US-Dollar und gegenläufigem Kapitalflussschock

Quelle: Historische Statistik der Schweiz (1996) und eigene Berechnungen.

Grafik 1.11 baut auf Grafik 1.10 auf und gibt die Ergebnisse einer kontrafaktischen Simulation mit Koppelung an den US-Dollar wieder, bei welcher angenommen wird, dass die Zuflüsse an Gold und Devisen ab 1933 um 50% sanken. Die Ergebnisse zeigen, dass die Vorteile einer Abwertung zwar geringer, aber immer noch beträchtlich ausgefallen wären.

Eine Analyse der Robustheit der Ergebnisse deutet darauf hin, dass die Massnahme nur bei einer Kombination von sehr geringen Preiselastizitäten der Exportnachfrage mit sehr starken gegenläufigen Schocks beim Devisen- bzw. Goldzufluss wirkungslos gewesen wäre. Nur unter diesen Umständen wären die Auswirkungen einer frühzeitigen Abwertung auf die Produktion so stark abgeschwächt worden, dass die Abwertung kontraproduktiv gewirkt hätte.

Es gibt kaum Hinweise darauf, dass eine frühzeitige Abwertung schwerwiegende Folgen für die Schweiz oder ihr Bankensystem gehabt hätte. Die neuere Literatur zum Goldstandard und dessen Kosten untersucht die Auswirkungen des Goldstandards im Zusammenhang mit der Stabilität des Finanzsektors.⁶⁴ Die finanziellen Auswirkungen des Goldstandards prägten die Schweiz, aber sie wurden damals viel weniger thematisiert als die Handelsfragen, und zwar vor allem darum, weil jede öffentliche Debatte der Stabilitätsprobleme des schweizerischen Bankensektors möglicherweise eine Panik und eine allgemeine Vertrauenskrise ausgelöst hätte. Die Beibehaltung des Goldstandards verursachte zunächst sehr grosse Kapitalzuflüsse (so genanntes «hot money»), schuf aber gleichzeitig auch das Potenzial für künftige Spekulationsattacken auf den Franken für den Fall, dass der Abzug der Gelder attraktiv werden sollte. Fluchtgeldbewegungen stellten in zweifacher Hinsicht eine Gefahr dar: Abflüsse bedrohten zum einen die Banken, deren Depositen abgezogen werden sollten, zum anderen die SNB, welche letztlich die Fremdwährung gegen Frankenbeträge hätte zur Verfügung stellen müssen. Die nächstliegende Gegenmassnahme war anfangs, dass die Nationalbank eine Paritätsänderung kategorisch ausschloss. In der Tat wirkte der Franken unmittelbar nach der Pfundkrise vom September 1931 relativ stabil, denn der grösste Teil der spekulativen Angriffe auf die Währungen, die noch ans Gold gebunden waren, richteten sich gegen die Vereinigten Staaten und Frankreich. Es zeigte sich aber immer deutlicher, dass der massive Zufluss kurzfristiger Einlagen ins schweizerische Finanzsystem, der während der Krisenjahre erfolgt war, nicht der Schweiz als letztem Ziel galt und dass ein Abfluss sowohl das Bankensystem als auch die Währung schwächen würde. Mit anderen

64 Bernanke und James (1991).

Worten handelte es sich um genau die gleiche Kombination aus Banken- und Währungsproblemen, welche die Volkswirtschaften Mitteleuropas 1931 in die Krise gestürzt hatte. Anlass dafür, die Gelder abzuziehen, konnten Befürchtungen betreffend Sicherheit oder die politische Entwicklung in Europa sein, aber selbstverständlich auch betreffend Stabilität und Glaubwürdigkeit der schweizerischen Wirtschaftspolitik. Deren Exponenten waren sich der heiklen Situation, in der sie sich befanden, bewusst: Die Lage wurde immer prekärer, aber mit jeder Massnahme riskierten die Verantwortlichen, anstelle einer Stabilisierung eine Destabilisierung auszulösen.

Kurz nach der britischen Krise erstellte die SNB ein Dokument, das die Logik der Strategie, sich jedem Abwertungsdruck entschieden entgegenzustellen, zum Ausdruck brachte: Mit einer Abwertung würden die Kosten der Importe steigen und zu einem allgemeinen Preisanstieg führen. Die «Schweiz als ausgesprochenes Rentnerland mit ihren starken Ersparnissen [müsste] [...] ungeheueren Schaden erleiden [...]. Dieser Schaden könnte durch die Besserbeschäftigung in der Industrie, sofern eine solche auf die Dauer überhaupt Platz greifen könnte, in keiner Weise wettgemacht werden.»⁶⁵

Angesichts des drohenden Abflusses ausländischer Gelder änderte die SNB in den folgenden fünf Jahren ihre Strategie zur Verteidigung des Frankens merklich, als das Ausmass der Verwundbarkeit des schweizerischen Bankensystems deutlicher zutage trat. Den Verantwortlichen für die Geldpolitik waren die Hände aber insofern gebunden, als sich eine Änderung der Strategie zur Überwindung der Depression politisch nur in einer akuten Krisenlage hätte erklären und rechtfertigen lassen. So hielt die Schweiz – wie die Niederlande – am Goldstandard fest, bis im Nachgang zum Sieg der Volksfront in den französischen Wahlen von 1936 tatsächlich eine Krise eintrat und sich die Gelegenheit bot, aussergewöhnliche politische Massnahmen zu ergreifen.

Die Auseinandersetzung um das Währungsregime hatte in der Schweiz – wie in anderen Ländern Europas auch – eine starke politische Komponente. Sie gipfelte in der so genannten Kriseninitiative – eine von den Gewerkschaften und der sozialdemokratischen Partei lancierten Volksinitiative zugunsten eines expansionistischen Arbeitsbeschaffungsprogramms. Die Initiative löste Unsicherheit über die weitere Entwicklung des Frankens aus. Am 2. Juni 1935 wurde sie vom Volk an der Urne verworfen. In der Tat wich der spekulative Druck auf dem Franken nach dem Misserfolg der Initiative. Einzelne bedeutende Schweizer Ökonomen plädierten für eine expansivere

65 SNB, Krise, Wirtschaft und Banken (1932).

Kreditpolitik: Vor allem Eugen Böhler von der Eidgenössischen Technischen Hochschule in Zürich und Paul Keller von St. Gallen legten eine Übersicht über Massnahmen zur Bekämpfung der Wirtschaftskrise vor, in der sie «Grundlagen eines positiven Programms für die Schweiz» sahen. Sie prüften die Argumente für und wider eine Abwertung und lieferten Belege für günstige makroökonomische Auswirkungen in Ländern, die den Goldstandard in den frühen 1930er Jahren aufgegeben hatten. Sie gingen aber nicht so weit, direkt eine Empfehlung für die Schweiz zu formulieren.⁶⁶ Selbst bei einer expansiven Kreditpolitik hätte die Frage nach der Dauerhaftigkeit des Systems fester Wechselkurse aufgeworfen werden können. Die Nationalbank zögerte angesichts solcher Ansinnen und argumentierte, eine Kreditausweitung würde lediglich zur Illusion eines Booms führen.⁶⁷ Bis zum Scheitern der Kriseninitiative wollte die Linke die Abwertungsfrage nicht aufwerfen, aber danach wurde diese für das linke politische Spektrum eine plausible wirtschaftspolitische Option.

Einige Kritiker der offiziellen Politik gingen über die blossе Forderung nach einer Kreditexpansion hinaus und sahen in einer Wechselkursanpassung eine mögliche Massnahme. Sie erhielten die Unterstützung einzelner Industrieller insbesondere aus der Exportwirtschaft, die sich einen Gewinn von Marktanteilen versprachen, wenn ihre Wettbewerbsfähigkeit durch eine Abwertung stiege. Möglicherweise sprachen sich auch Teile der Finanzbranche, die über gewisse Aspekte der Stabilität des Finanzsektors besorgt waren, zugunsten dieser Position aus. Hingegen waren die Vertreter von Interessengruppen, denen man am ehesten einen Nutzen aus der Abwertung hätte unterstellen können, bemerkenswert zurückhaltend. Dies lag zum Teil daran, dass sie – dank intensiven Lobbyings und Drucks im Parlament – durch andere Massnahmen gegen Verluste abgesichert waren. Die Bauern, die sich in manchen Ländern (insbesondere den Vereinigten Staaten) als mächtige Interessengruppe zugunsten der Abwertung einsetzten, profitierten in der Schweiz von protektionistischen Quotenregelungen und Zöllen. Den Hoteliers, deren Angebot durch eine Abwertung ebenfalls an Attraktivität gewonnen hätte, war es gelungen, in die nach 1934 mit Deutschland abgeschlossenen Clearingabkommen spezielle Klauseln einzufügen. Diese räumten Zahlungen im Zusammenhang mit dem Tourismus eine höhere Priorität ein als Forderungen aus dem Finanzgeschäft. Die Exporteure schliesslich erhielten 1934 eine staatliche Exportrisikogarantie. Der Bundesrat fasste seine Verhand-

66 Böhler und Keller (1935); Allgoewer (2003), Kapitel 7.

67 SNB, Protokoll des Bankausschusses (1936), 4. Februar, S. 66.

lungsstrategie bezüglich der bilateralen Abkommen, die bei der Abwicklung des internationalen Zahlungsverkehrs eine immer grössere Rolle spielten, unter dem Motto «Arbeit geht vor Kapital» zusammen.⁶⁸ Schliesslich waren die verschiedenen Anliegen der potenziellen Interessengruppen in sich kaum widerspruchsfrei, so dass beispielsweise die Fabrikarbeiter, die von einer Erholung der Exporttätigkeit profitiert hätten, über die Sicherheit ihrer Ersparnisse im Falle einer Abwertung besorgt waren.

Keiner der Verfechter einer Wechselkursanpassung wollte mit seiner Ansicht an die breite Öffentlichkeit treten, da er den Vorwurf des Verrats an den nationalen Interessen fürchtete. Lediglich der frühere Bundesrat Edmund Schulthess, der inzwischen das Präsidium der neu geschaffenen Eidgenössischen Bankenkommission übernommen hatte, argumentierte mit besonderem Nachdruck zugunsten einer Paritätsanpassung, da er die Aufrechterhaltung des bestehenden Wechselkurses für unmöglich hielt. Bis zu seinem Rücktritt aus dem Bundesrat im Frühjahr 1935 hatte er sich vehement dafür eingesetzt, die Kosten und Preise in der Schweiz an das Weltmarktniveau anzupassen – d. h. um rund 20% zu senken, wenn nötig mit administrativen Massnahmen. Aber sobald er aus der Regierung ausgeschieden war, sah er die Hoffnungslosigkeit eines solchen Kurses ein und wurde nun als Exponent der «Abwertungspropaganda» heftig angegriffen.⁶⁹ Paul Rossy, der stellvertretende Leiter des II. Departements, der vorübergehend zum Bund abgeordnet worden war, wurde im Oktober 1935 zum Verlassen der Nationalbank gezwungen, weil auch er der Frankenabwertung zu viel Sympathie entgegengebracht hatte.⁷⁰

Das Hauptargument der Nationalbank verlagerte sich und enthielt nun den Grundgedanken, dass eine Abwertung auf einen Verstoss gegen die Eigentumsrechte hinauslaufe. Im April 1936 legte das Direktorium in einem Brief an das Eidgenössische Volkswirtschaftsdepartement Folgendes dar: «Die Währung ist wohl ein Mittel der Wirtschaft, soll aber kein solches der Wirtschaftspolitik sein, sie ist ein Massstab, nach dem alle Wirtschaftsgüter bewertet werden. [...] Nicht nur der kurzfristige Vertrag, sondern auch Jahrzehnte umspannende Ordnungen müssen geschützt werden vor willkürlichen Änderungen des Wertverhältnisses. Der Staat wäre der erste, der die Preisgabe der Grundsätze von Treu und Glauben zu spüren bekäme.»⁷¹

68 Frech (2001), S. 74ff.

69 SNB, Protokoll des Bankausschusses (1936), 22. Juli, S. 272.

70 BoE, Präsidium der SNB (1937). 1937 kehrte er als Vizepräsident des Direktoriums in die Bank zurück.

71 SNB an Eidg. Volkswirtschaftsdepartement (1936).

In der Abwertungsfrage nahm die SNB nun eine zunehmend ambivalente Haltung ein. Der Öffentlichkeit gegenüber gab sie sich als unerschütterliche Verteidigerin der Orthodoxie und des bestehenden Wechselkurses. Gegen Ende 1935 erklärte sie sich zur Beteiligung an einem Pressedienst der Schweizerischen Zentrale für Handelsförderung bereit, um über Zeitungsartikel ihre Ansichten zu den Geld- und Kapitalmärkten, insbesondere aber zur Wechselkursfrage bekannt zu machen.⁷² Gerade zu diesem Zeitpunkt engagierte sich auch die Banque de France in einer grossen und teuren Propaganda-Aktion zur Unterstützung des Goldstandards. Abseits der Öffentlichkeit waren die Exponenten der SNB jedoch recht skeptisch, und zwar vor allem darum, weil sie dem Bundesrat nicht den politischen Willen zutrauten, eine genügend restriktive Fiskalpolitik durchzusetzen, um die Märkte vom Festhalten der Schweiz am Goldstandard zu überzeugen.

Intern war das Direktorium gespalten. Präsident Bachmann widersetzte sich einer Änderung der Geldpolitik hartnäckig. Vizepräsident Charles Schnyder von Wartensee hingegen legte dem Direktorium im April 1936 eine Notiz mit folgendem Wortlaut vor: «In Schweizerkreisen in Paris, London und New York ist man der Meinung, dass die Schweiz mit ihrem hohen Lebensstandard und ihrer demokratischen Regierungsform, welche rasches und positives Handeln verhindert, dem allgemeinen Druck nicht widerstehen könne.»⁷³ Nach einer politischen Krise in Frankreich im Mai diskutierte das Direktorium die Möglichkeit einer Abwertung des französischen Frankens und den spekulativen Druck, der sich daraus auf den Schweizer Franken ergeben konnte. In Frankreich und in anderen Ländern habe die Deflation zu «einer Radikalisierung der grossen Massen geführt».⁷⁴ Aus dieser Zeit stammt ein internes Papier, in welchem die Meinung vertreten wurde, dass der US-Dollar, der niederländische Gulden und der belgische Franken als Golddevisen angesehen werden und in die Golddeckung des Banknotenumlaufs einbezogen sowie für Zahlungen in Gold benutzt werden könnten.⁷⁵

Die SNB teilte anderen Zentralbanken mit, dass sie wahrscheinlich denselben Weg wie Frankreich einschlagen würde. Die Bank of England wurde von Vizepräsident Schnyder dahingehend orientiert, dass die Nationalbank bei einer Abwertung durch Frankreich mit Sicherheit ebenfalls abwerten und dass die Regierung sich hinsichtlich Vorgehen und Ausmass in erster Linie

72 SNB, Protokoll des Direktoriums (1935), 8. Oktober, Nr. 919.

73 SNB, Notiz von Charles Schnyder (1936).

74 SNB, Protokoll des Direktoriums (1936), 7./8. Mai, Nr. 451.

75 SNB, Abgang Frankreichs von der Goldwährung (1935).

von der Nationalbank beraten lassen werde.⁷⁶ Einzig bezüglich des neuen Frankenkurses bestand Uneinigkeit: Während Ernst Weber, der Leiter des III. Departements, – ungeachtet dessen, was Frankreich tun würde – eine Abwertung um 40% vornehmen wollte, war Schnyder der Meinung, dass die Schweiz dem Vorgehen Frankreichs folgen sollte.⁷⁷ Am 2. Juni 1936 fand eine dramatische Sitzung zwischen dem Direktorium und der Finanzdelegation des Bundesrates statt. Das Direktorium schrieb dem Bundesrat im Anschluss daran, es sei deutlich geworden, dass der Bund die Fiskalpolitik angesichts der Macht der wirtschaftlichen Interessen nicht mit der notwendigen Entschiedenheit straffen könne. In seinem Brief machte das Direktorium klar, dass die SNB den Franken weiterhin verteidigen werde, wies aber darauf hin, dass diese Verteidigung «nur noch eine Begünstigung derjenigen Kreise bedeutet, die mit Hilfe der Goldreserve der Nationalbank ihre inländischen Anlagen in fremde Währungen überführen, zum Nachteil derjenigen, die bis zuletzt der Landeswährung die Treue halten.»⁷⁸

Das Resultat der Sitzung vom 2. Juni war ein Bundesratsbeschluss über den Schutz der Landeswährung vom 19. Juni 1936, welcher auf Spekulationen gegen den Franken Bussen verhängte. Wie bei den meisten derartigen Verordnungen in den 1930er Jahren blieb die Wirkung gering und erhöhte wahrscheinlich nur die Nervosität der Bankkunden innerhalb und ausserhalb der Schweiz. Solche Massnahmen liessen sich leicht als Zeichen dafür interpretieren, dass eine Abwertung unmittelbar bevorstand.

Im Juni 1936 wurde in einem internen Dokument eine Art Bilanz der Argumente für und wider eine Abwertung gezogen. Diesem zufolge wurde von einer Paritätsänderung Folgendes «erwartet: eine Lockerung der Thesaurierung, Heimschaffung der im Ausland und in ausländischen Werten investierten Kapitalien, Entspannung des Kapitalmarktes, Belebung der Exportindustrie, raschere wirtschaftliche Anpassung an das Ausland.» Aber es gab auch «Gefahrenmomente: Unsicherheit der wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklung, Benachteiligung der Gläubiger zugunsten der Schuldner. Teilweise Vernichtung des Sparkapitals, allgemeine Preissteigerung, Kämpfe um Lohnerhöhungen, Radikalisierung der politischen Entwicklung, Erschütterung der Moral.»⁷⁹

Ende September kam es zu einer grossen spekulativen Attacke auf den französischen Franken. Angesichts der beobachteten Verlagerung der Speku-

76 BoE, Gespräch mit Schnyder (1936).

77 Ebenda.

78 SNB an den Bundesrat (1936).

79 SNB, Fragen der Abwertung (1936).

lationswellen von einem Land zum nächsten war zu erwarten gewesen, dass es nach einer Abwertung des französischen Frankens sofort zu einem enormen Druck auf die dem Goldstandard treu gebliebenen Länder – die Niederlande und die Schweiz – kommen würde. Am Donnerstag, dem 24. September, wurde Bachmann zu einer Sitzung ins EFD aufgeboten, an der auch der französische Wirtschaftsminister Charles Spinasse teilnahm. Dieser war von Paris nach Basel geflogen und teilte mit, dass die französische Regierung am Freitag einen Antrag auf Abwertung des französischen Frankens um rund 30% stattgeben werde. Am Freitagmorgen beschloss das Direktorium, die Parität des Schweizer Frankens trotz der französischen Abwertung unverändert zu belassen. Der Bankrat trat gleichentags zusammen, entschied jedoch praktisch nichts. In der Tat versuchte das Direktorium, jede Diskussion der Wechselkursfrage möglichst im Keime zu ersticken, weil das EFD zur selben Zeit die gleiche Diskussion führte. An einer Sitzung des Bundesrats am Samstag beharrte Bachmann weiterhin darauf, eine Abwertung des Frankens zu unterlassen. Die Frage, ob er für diesen Fall ausschliessen könne, dass die Schweiz zu einem späteren Zeitpunkt abwerten müsse, konnte er jedoch nicht bejahen. Daraufhin beschloss der Bundesrat, den Franken abzuwerten, mit dem Argument, die schweizerische Wirtschaft vertrage nicht länger eine Aufrechterhaltung der bestehenden Wechselkurse. Die entsprechende Verordnung legte statt einer neuen Parität eine Bandbreite fest, in der sich der Franken bewegen sollte (nämlich 190 bis 215 Milligramm Feingold pro Franken).⁸⁰ Bachmann liess die Bank of England wissen, dass er in seiner Opposition gegen die Abwertung nicht nachgelassen habe.⁸¹

Auf die Abwertung folgte eine rasche Erholung des Schweizer Finanzsystems. Direktoriumsmitglied Ernst Weber berichtete bereits an der Sitzung des Bankrats vom 28. September, an welcher die Abwertung traktandiert war: «Von Grossbankseite wurde der Meinung Ausdruck gegeben, dass die getroffene Lösung die richtige sei.»⁸² Die Aktienkurse der wichtigsten Banken stiegen sehr rasch – rascher als die Kurse anderer Schweizer Aktien, die sich nach der Abwertung aber ebenfalls erholten. Im Monat nach der Abwertung legten die Aktien des Schweizerischen Bankvereins um 50% zu, jene der Kreditanstalt um 43% und jene der Schweizerischen Bankgesellschaft um 47%.⁸³ Der Generaldirektor des Schweizerischen Bankvereins schrieb sogar an einen

80 Bericht Bachmanns an den Bankausschuss: SNB, Protokoll des Bankausschusses (1936), 28. September, S. 366 ff., vor allem S. 371.

81 BoE, Gespräch mit Pfenninger (1936).

82 SNB, Protokoll des Bankausschusses (1936), 28. September, S. 374.

83 Bebié (1939); Heer (1937); Perrenoud et al. (2002).

führenden britischen Finanzbeamten, der Bundesrat habe zweifelsohne den richtigen Kurs eingeschlagen, indem er sich der Bewegung für eine monetäre Neuausrichtung an den führenden Währungen angeschlossen habe.⁸⁴

Die Abwertungsrunde von 1936 ging mit einem internationalen Stabilisierungsversuch in Form eines die drei Länder Frankreich, Grossbritannien und die Vereinigten Staaten umfassenden Abkommens einher, das in gewisser Weise das Bretton-Woods-System vorwegnahm. Die Regierung der Vereinigten Staaten fragte anschliessend bei Belgien und der Schweiz an, ob sie bereit seien, entsprechende Erklärungen zugunsten stabiler Währungen abzugeben. Das Direktorium war der Meinung, dass eine derartige Erklärung im Interesse des Schutzes der Währung liege. Gleichzeitig äusserte es die Ansicht, dass ein fixer An- und Verkaufspreis für Gold eine Vorbedingung für eine derartige Vereinbarung sei und einigte sich auf einen Verkaufspreis von 4973.92 Franken und einen Ankaufspreis von 4869.80 Franken pro Kilogramm Gold.⁸⁵ Dann erliess der Bundesrat eine Weisung an die Nationalbank, worin er die Einhaltung eines Wechselkurses verlangte, der einem Goldwert des Frankens von 205 Milligramm (bzw. 4878 Franken pro Kilogramm Feingold) entsprach. Die Schweiz sah sich jedoch mit grosser Unsicherheit konfrontiert, weil das Abkommen zwischen den drei Ländern festhielt, dass die Paritäten unter Beachtung einer Vorankündigungsfrist von 24 Stunden aufgehoben werden konnten. Ausserdem war der französische Franken weiterhin äusserst instabil. Als Frankreich im Juli 1937 nochmals abwertete, begann die SNB, die Währungslage in neuem Licht zu betrachten und argumentierte sogar, dass feste Wechselkurse im Moment unerwünscht seien und ein Floating vorzuziehen sei. Das Direktorium schrieb dem Bundesrat, dass in der aktuellen Lage weder in wirtschaftlicher noch in psychologischer Hinsicht eine Verbindung zwischen den Währungen der Schweiz und Frankreichs bestehe, die – wie im September 1936 – in beiden Ländern das Führen einer ähnlichen Wechselkurspolitik rechtfertigen würde. Eine Revision der schweizerischen Währungsverfassung sei nur möglich, wenn die in wirtschaftlicher Hinsicht massgeblichen Staaten – England und die Vereinigten Staaten – zu einer Übereinkunft über die Neuausrichtung ihrer Währungen kämen.⁸⁶ Die Anbindung der Währung an das Gold galt weiterhin als Schlüssel zur Währungsstabilität, wobei die Schweiz glaubte, dass es besser sei, auf feste Wechselkurse zu verzichten, solange keine Goldbindung bestehe.

84 BoE, Golay an Niemeyer (1936).

85 SNB, Protokoll des Direktoriums (1936), 22. Oktober, Nr. 1135.

86 SNB an den Vorsteher des EFD (1937).

Damit war die Debatte in der Schweiz deutlich von den Ansichten des 19. Jahrhunderts abgerückt. Diesen gemäss lag der Schlüssel zur Geldpolitik in der Übernahme der Standards von Nachbarstaaten und Handelspartnern, und sie zwangen die Schweiz damals, dem französischen Franken zu folgen. Nunmehr herrschte aber die Ansicht vor, dass Stabilität einen eigenen Wert besitze und dass sie sich am ehesten durch eine enge Bindung des Frankens an ein Edelmetall erreichen lasse.

In institutioneller Hinsicht war die SNB in eine Auseinandersetzung über das Eigentum am Gewinn aus der Aufwertung des Goldes und dessen Verwendung verwickelt. Erste Berechnungen ergaben eine Höherbewertung der Goldreserven um 35%, was zu einem Gewinn von 538 Mio. Franken führte. Diese Mittel wurden zunächst – entsprechend dem britischen Exchange Equalisation Account von 1932 bzw. dem amerikanischen Exchange Stabilization Fund von 1934 – zur Bildung eines Währungsausgleichsfonds für Devisenmarktinterventionen verwendet. Aber anders als der britische oder der amerikanische Fonds, über welche die entsprechende Regierung verfügte – was eine Abkehr von der Philosophie der Notenbankpolitik der 1920er Jahre bedeutete –, wurde der schweizerische Fonds durch die Nationalbank verwaltet. Allerdings wurde er wieder aufgelöst, als der Krieg zu grossen Ausgaben führte und 1940 aus den Fondsbeständen 325 Mio. Franken an den Bund und 150 Mio. Franken an die Kantone ausgeschüttet wurden. Um der SNB gewisse Mittel zur Fortsetzung der Devisenmarktinterventionen zur Verfügung zu stellen, wurden die Goldreserven am 3. Juni 1940 nochmals aufgewertet, und zwar um 6,4%, was die Reserven der SNB um 100,9 Mio. Franken erhöhte. Dieser Betrag wurde schliesslich verwendet, um 100 Mio. Franken als Teil der schweizerischen Zahlung im Rahmen des Washingtoner Abkommens an die Vereinigten Staaten zu entrichten (siehe 2.2.3).⁸⁷

1.6 Die internationalen Kapitalflüsse

Die Debatte über den Goldstandard und dessen zunehmende Verletzlichkeit durch die Ströme von «hot money» in den 1930er Jahren zeigte, wie im schweizerischen Finanzsystem eine folgenschwere Schwachstelle entstanden war.

Die Schweiz hatte sich während des Ersten Weltkriegs rasch zu einer neutralen Finanzdreh Scheibe entwickelt und wirkte in den 1920er Jahren wie eine Insel der Stabilität in einem aufgewühlten Meer von Inflation und Wertverlusten. Ausserdem bedeutete fehlende Transparenz bezüglich Eigentums-

⁸⁷ Jaquemet (1974).

verhältnisse und Unternehmenskontrolle, dass schweizerische Finanzinstitute Vorteile als Glieder von Holdingketten boten. Deutsche und andere zentraleuropäische Unternehmen und Privatpersonen fanden bei den schweizerischen Banken und deren Tochtergesellschaften Möglichkeiten, durch Kreditgewährung an sich selber Steuervorteile zu realisieren. Damit spielte die Schweiz eine Rolle als sichere Steueroase. Unmittelbar nach Ende des Ersten Weltkriegs wurden die während des Kriegs zugeflossenen Mittel in den Jahren 1919 und 1920 wieder abgezogen, und die Nationalbank machte sich Sorgen um die destabilisierende Wirkung solcher Kapitalabflüsse. Im Juli 1920 trafen sich Vertreter der Handels- und Kantonalbanken mit der SNB, um die Lage am Kapitalmarkt zu besprechen. Vor allem Probleme der Hypothekarbanken und Mittelabflüsse führten zur Forderung, den Kapitalverkehr einzuschränken. In einer anschließenden Diskussion im Direktorium stimmten die drei Mitglieder darin überein, dass sich die SNB einer Sperrung der Schweizer Märkte für Ausländer, die schweizerische Wertpapiere verkaufen wollten, nicht widersetzen sollte.⁸⁸

In den 1920er und vor allem in den 1930er Jahren lösten kurzfristige politisch, wirtschaftlich und militärisch bedingte Unsicherheiten umfangreiche internationale Kapitalflüsse aus. Als neutrales Land mit bedeutenden Finanzinstitutionen stand die Schweiz zwangsläufig im Zentrum zahlreicher solcher Transaktionen, gleich wie auch die Vereinigten Staaten, die nach 1934 zur zunehmend bevorzugten Destination für die Kapitalflucht aus Europa wurden. Solche Kapitalflüsse reagierten auf die Erwartung von Wechselkursanpassungen und widerspiegeln häufig auch politische Instabilität.

Den Kapitalabflüssen aus der Schweiz in den frühen 1920er Jahren folgten rasch neue Zuflüsse, die eine Reaktion auf die Inflation und die turbulenten Devisenmärkte in Mitteleuropa waren. Als der Franken sich im Jahre 1924 stabilisiert hatte, war die SNB wesentlich ruhiger und meinte nun: «Im übrigen darf man den Banken nicht allzuviel Vorwürfe machen wegen ihrer Auslandanlagen, da es sich dabei um legitime geschäftliche Vorgänge handelt, die sich aufdrängen, wenn die Banken nicht in der Lage sind, ihre Gelder im Inland genügend zu fruktifizieren [...]»⁸⁹ Die Sorgen waren aber nicht völlig ausgeräumt, da viele zugeflossene kurzfristige Gelder sehr wohl plötzlich wieder abgezogen werden konnten. Im Jahre 1930 bemerkte ein Schweizer Privatbankier zu einem Vertreter der Bank of England im Gespräch, dass diesem bange würde, wüsste er, wie viel ausländisches (wahrscheinlich französisches

88 SNB, Protokoll des Direktoriums (1920), 8. Juli, Nr. 595.

89 SNB, Protokoll des Direktoriums (1924), 23. September, Nr. 772.

und deutsches) Geld in die Schweiz fliesse.⁹⁰ Die SNB versuchte 1927, über ein so genanntes Gentlemen's Agreement mit den Banken ein informelles Kontrollsystem einzurichten, von dem man glaubte, es sei der informellen Abstimmung unter den City-Banken durch die Bank of England nachgebildet. Aus diesem Vorhaben wurde jedoch nichts.⁹¹ Mitunter versuchte die SNB, andere Zentralbanken zu veranlassen, Kapitalabflüsse aus der Schweiz zu unterbinden. So bat der Direktoriumspräsident Mitte der 1930er Jahre die Bank of England, die Firma Nestlé an Goldkäufen in London zu hindern, erhielt aber die kühle Antwort, die SNB könnte das Problem selber lösen, wenn sie – wie die Bank of England – gesetzlich befugt wäre, eine entsprechende Deklaration der Unternehmen an die Zentralbank zu verlangen.⁹² Die Nationalbank änderte allmählich ihre Haltung und sah ein, dass Kapitalmobilität ein integraler Bestandteil der Schweizer Wirtschaft bildete. Im Gegensatz zu anderen Zentralbanken beteiligte sich die SNB in den 1930er Jahren nicht am Versuch, die internationalen Kapitalmärkte zu schliessen und Kontrollen durchzusetzen, um die Binnenwirtschaft abzuschotten.

Während der Turbulenzen an den Devisenmärkten zu Beginn der 1930er Jahre floss neues Kapital in die Schweiz, aber es gab realistische Befürchtungen, dass dieses «hot money» auch wieder abfliessen könnte. Andere Länder waren bereits Opfer solcher Zu- und Abflüsse gewesen, welche die Stabilität des Finanzsektors beeinträchtigten: Amerikanische Banken verloren zwischen September 1931 und April 1933 Einlagegelder, als die Konvertibilität des US-Dollar gegen Gold ausgesetzt war. Ab April 1933 verzeichneten die französischen Banken Geldabzüge; ein Grossteil dieses Kapitals floss zunächst in die Schweiz. Einige der massivsten Zuflüsse in die Schweiz kamen schliesslich ebenfalls aus Frankreich, als 1934 die faschistischen Demonstrationen stattfanden und im Jahre 1936 die Volksfront-Regierung gebildet wurde. Eine Analyse der Kapitalflüsse in die Vereinigten Staaten und speziell der Abflüsse aus der Schweiz in die Vereinigten Staaten zeigt vor allem während der politischen und wirtschaftlichen Krisen in Frankreich Spitzenwerte (September und November 1936 sowie Februar 1937). Kleinere Ausschläge fallen zusammen mit politischen Krisen in Deutschland (Pogrom vom November 1938, Invasion der Tschechoslowakei im März 1939).⁹³ Im Jahre 1937 gingen die Schweizer Banken davon aus, dass ausländische Einlagen in Höhe von 6650 Mio. Franken in der Schweiz platziert worden waren. Die Schätzung der SNB

90 BoE, Ausländische Gelder in der Schweiz (1930).

91 BoE, Bachmann an Norman (1927).

92 BoE, Siepmann an Bachmann (1933).

93 Wilkins (1999).

lag mit 16 000 Mio. Franken wesentlich höher.⁹⁴ Man konnte davon ausgehen, dass ein Teil dieser Gelder repatriiert werden würde. Nach April 1933 gab es einige Spekulationswellen gegen den Schweizer Franken; dies wiederholte sich im Februar und April 1934 nach der Stabilisierung des US-Dollar. 1935 wandte sich die Spekulation erneut gegen den Franken, und in den ersten fünf Monaten jenes Jahres verlor die SNB Goldreserven im Betrag von 744 Mio. Franken. Solange die Schweiz Teil des Gold-Blocks blieb, nahmen die Reserven der Nationalbank tendenziell ab (Grafik 1.2); nach der Abwertung war der Schweizer Franken kaum mehr spekulativen Angriffen ausgesetzt.

Während der Kapitalabflüsse waren auch die Banken verwundbar, da durch die Spekulation gegen den Franken entsprechende Einlagen aufgelöst wurden. Der Zusammenhang zwischen dem Abfluss von Zentralbankreserven und der Verletzlichkeit der Banken war ein Thema, das damals häufig behandelt wurde. Der österreichische Wirtschaftswissenschaftler Gottfried von Haberler stellte 1937 fest, dass Banken, die Einlagen aus dem Ausland entgegennähmen, diese als schlechtes Geld oder «hot money» betrachten und nur einen relativ geringen Teil davon ausleihen würden. Wenn die Banken unvorsichtig seien, so werde die Zentralbank wahrscheinlich feststellen, dass der durch den Zufluss ausländischer Gelder bedingte Anstieg ihrer Goldreserven dazu neige, kurzfristig wieder zu verschwinden. Sie werde daher nicht in entsprechendem Ausmass Notenbankgeld zur Verfügung stellen.⁹⁵

Die offizielle Reaktion auf diese Probleme war zunächst, dass eine Bestimmung ins Bankengesetz von 1934 aufgenommen wurde, welche den Banken eine Meldepflicht an die SNB für Kredite ab zwölf Monaten Laufzeit und ab einem Betrag von 10 Mio. Franken auferlegte (wodurch die Banken ermuntert wurden, ihre Aktiven liquide zu halten). Hierauf folgte ein Gentlemen's Agreement (Juni 1935), in dessen Rahmen die Banken versprachen, sich nicht an «spekulativen» Geldflüssen zu beteiligen. Man erwartete von ihnen, dass sie Devisentransaktionen auf Termin und Goldgeschäfte mit Privaten unterlassen würden. Schon bald war aber klar, dass die Banken die nichtverpflichtenden Vereinbarungen massiv unterliefen und dass die SNB sich nicht sehr wirksam über die Lage im Finanzsektor zu informieren wusste.⁹⁶ Im März 1936 beschloss der Bundesrat die Bestellung einer Kommission unter Leitung des Statistischen Amtes, um Probleme der Zahlungsbilanz zu analysieren. Die Nationalbank erhielt den Auftrag, die Kapitalflüsse der Banken zu unter-

94 Jung (2001), S. 56 f., 65.

95 Haberler (1937), S. 336.

96 SNB, Protokoll des Direktoriums (1936), 2./4. Juni, Nr. 584.

suchen, aber es ging zwei Jahre, bis diese kooperierten, und auch dann taten sie dies nur partiell, da sie keine Angaben über ihre Depots machten.⁹⁷

Viele Bankiers befürchteten, dass die Regierung in der einen oder anderen Form Kapitalkontrollen einführen könnte. Im Juli 1935 begleitete der Genfer Privatbankier Albert Pictet Vertreter des Vororts des Handels- und Industrievereins, der wichtigsten Interessenvertretung der Schweizer Wirtschaft (inzwischen in *economiesuisse* umbenannt), zu einem Besuch bei Bundesrat Hermann Obrecht, dem damaligen Wirtschaftsminister, um deutlich zu machen, dass Beschränkungen des Devisenverkehrs in jeglicher Form für die Schweizer Wirtschaft katastrophale Folgen hätten. Obrecht erklärte, er habe sich mit der Lage befasst und sei ebenfalls zum Schluss gekommen, dass Kontrollen den Ruin des Schweizer Frankens bedeuten würden.⁹⁸ Die Bankiers zeigten sich entsprechend erleichtert. Im Juni 1936 wurde ein (erwartungsgemäss wirkungsloser) Bundesratsbeschluss gefasst, der Bussen für die Spekulation gegen den Schweizer Franken vorsah. Im November 1937 schloss die SNB ein neues Gentlemen's Agreement mit den Banken ab, gemäss welchem die schweizerischen Banken ausländische Sichteinlagen nicht verzinsen durften und in Depots mit dreimonatiger Kündigungsfrist umzuwandeln hatten. Auf Festgelder mit einer Laufzeit von unter sechs Monaten war eine Kommission von 1% zu entrichten. Nach 1937 erfolgten keine grösseren Zuflüsse mehr, solange Friede herrschte, und im Juni 1939 lagen die Schätzungen für in der Schweiz deponierte ausländische Gelder unter den Werten von 1937.⁹⁹ Zur gleichen Zeit stockte die Nationalbank ihre Goldreserven in bedeutendem Umfang auf.

1.7 Der An- und Verkauf von Gold

Anders als London verfügte die Schweiz nicht über einen organisierten Goldmarkt, aber es gab hunderte von Bankiers, Händlern und Juwelieren, die mit Edelmetall handelten. Eines der Ziele bei der Errichtung der Nationalbank war gewesen, diesen Markt zu zentralisieren; man wollte damit jenen Fluktuationen der Edelmetallpreise Einhalt gebieten, welche den Geldumlauf beeinträchtigten.

Während des Ersten Weltkriegs befürchtete die SNB einen Verlust von Goldreserven und versuchte, den Export von Goldmünzen einzuschränken. Im März 1915 verbot der Bundesrat, Münzen der LMU mit einem Aufschlag

97 Baumann und Halbeisen (1999).

98 Perrenoud et al. (2002), S. 62.

99 Jung (2001), S. 56 f.

gegenüber dem Nennwert zu verkaufen, und 1918 wurde das Verbot der Münzausfuhr auf alle Münzen ausgeweitet. Die Nationalbank war auch beunruhigt über den Goldexport in die Türkei und nach Deutschland in der Form von Verkäufen schwerer Schmuckstücke. Sie erwarb eine substantielle Menge Gold von Frankreich und Deutschland, wobei der Grossteil der Ankäufe ins Jahr 1916 fiel. Von 1914 bis 1918 importierte die Schweiz grosse Mengen an Goldmünzen: für 168,9 Mio. Franken aus Deutschland und 63,8 Mio. Franken aus Österreich-Ungarn, im Wert von 31,4 Mio. Franken aus Frankreich und für 7,6 Mio. Franken aus Italien.¹⁰⁰ Die Reserven der SNB stiegen von 212 Mio. Franken im Jahre 1914 auf 432 Mio. Franken 1918, und die Edelmetalldeckung der umlaufenden Banknoten in Landeswährung erhöhte sich auf rund 80% oder das Doppelte des gesetzlich geforderten Minimums.

Diese Transaktionen gaben Anlass zu politischen Fragen und warfen Probleme hinsichtlich der Geldwertstabilität auf. Anfang 1916 warnte der Schweizer Aussenminister, Bundesrat Arthur Hoffmann, die SNB vor Dollar-käufen in Deutschland, da «[...] eine Verschärfung des wirtschaftlichen Kampfes mit Deutschland in Aussicht [steht] und die Neutralen [...] gezwungen werden [sollen], ihren Handel mit den Zentralmächten einzuschränken, wenn nicht aufzugeben.»¹⁰¹ Ein Bericht des III. Departements riet gegen Ende 1916 zur Vorsicht bei Goldkäufen aus kriegführenden Ländern, da «[...] für die schwierigen Zeiten des Kriegsendes und des Friedensanfangs ein grosser Metallvorrat für die Schweiz eine schwere Immobilisation bedeuten würde.» Der Bericht kam zu folgendem Schluss: «Wir sind in der Lage, beiden Mächtegruppen gegenüber zu erklären, wir hätten von ihnen an Geldmetall das genommen, was in unseren Kräften stand, mehr könnten wir nicht mehr [sic!].» Das Direktorium zog die Konsequenzen und regte dem Bundesrat an, ein Importverbot für Gold und Silber zu erlassen (wie es die skandinavischen Länder bereits eingeführt hatten).¹⁰² Bedeutende Mengen an Münzen kamen während des Kriegs aus Deutschland in die Schweiz; häufig trugen sie Spuren gewaltsamer Aneignung. Im Jahre 1918 verfasste die Eidgenössische Postverwaltung folgende Bekanntmachung: «Die Eidgenössische Staatskasse [...] [weist] von nun an durch Feuer und Rauch geschwärzte oder durch Blut oder sonstwie arg beschmutzte Fünffrankenstücke belgischer, italienischer oder französischer Herkunft zurück. [...] Die Inhaber dermassen verunstalteter

100 Statistisches Jahrbuch der Schweiz (verschiedene Jahre), Tabelle VIa 1 bzw. XI 3 und eigene Berechnungen.

101 SNB, Protokoll des Direktoriums (1916), 2. März, Nr. 180.

102 SNB, Protokoll des Direktoriums (1916), 15. Dezember, Nr. 889.

Geldstücke [...] [sind] zu veranlassen, die Münzen zu reinigen oder reinigen zu lassen.»¹⁰³

Die gleiche Art Polemik, wie sie von den Verfechtern der proto-monetaristischen Freigeldlehre im Ersten Weltkrieg geführt worden war, setzte auch im Zweiten Weltkrieg wieder ein, und wie zuvor war die Führung der Nationalbank hierüber aufgebracht. So schrieb zum Beispiel eine anonym herausgegebene «Zeitung für Postangestellte» im Juni 1941, dass «[...] diese Teuerung [tatsächlich] nur durch die inflatorische Geldpolitik unserer Nationalbank A.G. erklärt werden [kann].» Der Artikel und seine mutmasslichen Autoren wurden an einer Direktoriumssitzung thematisiert.¹⁰⁴

Daher versuchte die SNB, als sie wieder Goldkäufe tätigte, diese als Beitrag zur Stabilisierung bzw. als antiinflationäre Massnahme in dem Sinne darzustellen, dass die Käufe die Goldreserven erhöhten. Das Argument erhielt dadurch etwas mehr Gewicht, dass ein Grossteil der Reserven der SNB in den Vereinigten Staaten blockiert war. Im Grunde war es aber fadenscheinig: Mit den Goldkäufen gelangten zusätzliche Franken in den Umlauf und erhöhten so den Inflationsdruck. Inzwischen war die Nationalbank gegenüber dem Vorwurf, eine Inflationspolitik zu betreiben, sehr empfindlich geworden und versuchte, die Kritik mit dem Hinweis auf die Golddeckung und die Aufrechterhaltung eines Regimes fester Wechselkurse zu entkräften.

Die Goldtransaktionen während des Ersten Weltkriegs lösten nach dem Krieg keine Kontroverse aus, obwohl es hinsichtlich eines Teils des von Deutschland gelieferten Goldes und vor allem bezüglich der belgischen Fünffrankenmünzen rechtliche Probleme gegeben haben mag. Die Goldgeschäfte der SNB im Zweiten Weltkrieg waren dagegen von allem Anfang an kontrovers.

Im Zweiten Weltkrieg verkaufte die Deutsche Reichsbank Gold im Wert von 244 Mio. Schweizer Franken an schweizerische Handelsbanken und im Wert von weiteren 1231,1 Mio. Franken an die SNB. Dies sind fast vier Fünftel der deutschen Goldverkäufe ans Ausland während des Krieges.¹⁰⁵ Gleichzeitig erwarb die Nationalbank auch grosse Mengen Gold von den Alliierten (668,6 Mio. Franken von Grossbritannien und 1528,7 Mio. Franken von den Vereinigten Staaten sowie eine vergleichsweise geringe Menge von Kanada). Dieses Gold war Teil des im Ausland blockierten Bestands. Es stammte aus dem Verkauf schweizerischer Produkte, aber auch aus dem Verkauf von

¹⁰³ Zitat nach Weisskopf (1948), S. 150.

¹⁰⁴ SNB, Protokoll des Direktoriums (1941), 13. August, Nr. 598.

¹⁰⁵ Dieser Abschnitt basiert, wenn nichts anderes angegeben, auf UEK (1998, 2002a) sowie Grossen (2001) und Crettol und Halbeisen (1999).

Schweizer Franken zur Verwendung für Spionage- und militärische Zwecke in Europa. Die Goldkäufe widerspiegeln eine ausgeprägte Nachfrage nach Schweizer Franken seitens der Alliierten wie auch der Achsenmächte. Ihre geldpolitische Auswirkung war eine Zunahme des Inflationsdrucks (da sich der Banknotenumlauf vergrösserte), obwohl ein Teil der zusätzlich in Umlauf gebrachten Franken von Zentralbanken im Ausland – namentlich derjenigen Portugals – als Reserve gehalten wurde. Zu dieser Zeit sahen die Analysten (einschliesslich derjenigen der SNB) die Inflation jedoch nicht in erster Linie als ein Problem der Geldmenge an. Andere Aspekte der offiziellen Geschäfte der Schweiz mit dem Deutschen Reich – vor allem die substanziellen Clearingkredite – die sich 1944 auf 1 Mrd. Franken beliefen – trugen ebenfalls zum Inflationsdruck in der Schweiz bei.

Dem Inflationspotenzial, das die SNB über die mit den Alliierten und den Achsenmächten abgeschlossenen Goldkäufe schuf, versuchte man zum Teil durch Sterilisierungsoperationen entgegenzuwirken. Dabei kamen Geschäfte zur Anwendung, die man während des Ersten Weltkriegs weder getätigt noch in Betracht gezogen hatte: Der Bund erwarb von der Nationalbank Gold und schöpfte so das zusätzlich in Umlauf gebrachte Geld wieder ab. Die SNB ergriff weitere Massnahmen, um eine inflationäre Ausweitung der Geldmenge zu vermeiden. In erster Linie versuchte sie, den Tausch von Dollar gegen Franken einzuschränken, indem sie am 24. September 1941 mit den Handelsbanken eine Vereinbarung abschloss. Diese spaltete den Devisenmarkt, an dem die Goldparität galt («Handelsdollar»), von einem Markt ab, an dem der Dollar mit einem grossen Abschlag frei gehandelt werden konnte («Finanzdollar»). Für die Schweizer Exporte gegen Handelsdollar wurden Quoten eingeführt. Zudem galt der Handelsdollar für Zahlungen der diplomatischen Dienste der Schweiz und für humanitäre Zwecke (siehe 2.2.2). Um die Dollarverkäufe zu bremsen, ergriff die SNB einige harte Massnahmen. Hierzu zählte insbesondere ihre Weigerung, zwischen April 1942 und November 1943 Dollar anzukaufen, welche amerikanisch-jüdische Organisationen zur Finanzierung der Flüchtlingshilfe tauschen wollten. Im November 1943 willigte die SNB schliesslich doch in solche Käufe ein, aber nur zum Kurs des Finanzdollar, der deutlich unter dem Kurs für Handelsdollar lag.¹⁰⁶

Um den Abfluss ihrer im Inland verwahrten Goldreserven zu unterbinden, versuchte die Nationalbank im Oktober 1941, den Goldmarkt bei sich zu zentralisieren. Sie erwog zuerst die Einführung von Devisenkontrollen, verwarf diese Idee aber wieder. Stattdessen bat sie die Reichsbank, Gold nicht

106 Picard (1994), S. 384; UEK (2002a), S. 226.

den Handelsbanken, sondern direkt ihr zu verkaufen. Danach erwarben die Handelsbanken in der Schweiz kein deutsches Gold mehr, tätigten aber weiterhin kleinere Transaktionen im Ausland. Die Regulierung des schweizerischen Goldmarkts wurde im Dezember 1942 weiter verschärft, als der Bund Höchstpreise für Goldmünzen und -barren festlegte und damit die Möglichkeiten der Banken einschränkte, vom starken Anstieg des Goldpreises zu profitieren. Ausserdem war für Goldimporte und -exporte von nun an eine Bewilligung der SNB notwendig (siehe 2.2.2).

Schon früh war sich die Nationalbank der politischen Dimension der Goldkäufe bewusst. Bereits im Oktober 1940 erfuhr das Direktorium von Vorwürfen amerikanischer Zeitungen, dass die Schweiz die Achsenmächte unterstütze. Es diskutierte mit dem Eidgenössischen Politischen Departement (Aussenministerium) mögliche Gegenmassnahmen der Alliierten. Zu diesem Zeitpunkt argumentierte die SNB, dass die Vereinigten Staaten deutsche oder italienische Konten nicht blockiert hätten und somit kaum Einwände gegen Transaktionen der Schweiz mit der Reichsbank erheben könnten. Zugleich schienen derartige Transaktionen einen gewissen Schutz vor einem deutschen Angriff zu bieten. Im November 1940 leitete der Direktoriumspräsident, Ernst Weber, nämlich einen Brief von Per Jacobsson, dem Leiter der Währungs- und Wirtschaftsabteilung der BIZ, an Bundesrat Ernst Wetter weiter. Darin erwähnte Jacobsson die Ansicht von Reichsbank-Vizepräsident Emil Puhl, dass die Konvertibilität des Frankens einen Grund darstelle, die Schweiz in Freiheit zu belassen. Es macht den Anschein, einer der Beweggründe für die Strategie der SNB sei damals die Ansicht gewesen, der schweizerische Finanzmarkt stelle ein Mittel dar, mit dem die deutschen Planer von einer Militäroperation gegen die Schweiz abgeschreckt werden könnten: dass sich die Schweiz mit anderen Worten durch Finanzdienstleistungen von einem Angriff freikaufen könne.

Das Hauptproblem bei den Geschäften der SNB mit Kriegsdeutschland liegt in der zweifelhaften Natur des Rechtsanspruchs, den die Reichsbank auf einen Grossteil des Goldes hatte. Die von ihr verkaufte Goldmenge ging weit über die deutschen Vorkriegsbestände hinaus. Am Vorabend des Krieges beliefen sich diese laut Ausweis der Reichsbank auf umgerechnet bloss 124 Mio. Franken. Informierte Beobachter waren sich allerdings im Klaren, dass die wirklichen Bestände beträchtlich höher lagen. Es gab weitere 358 Mio. Franken an stillen Reserven; zudem hatte die Reichsbank entweder unmittelbar vor oder nach dem Anschluss Österreichs an Deutschland und der Invasion der Tschechoslowakei die Goldbestände der dortigen Notenbanken übernommen. Eine realistische Einschätzung der Goldreserven der

Reichsbank im September 1939 geht – einschliesslich des Goldes österreichischer und tschechischer Herkunft – von umgerechnet rund 1125 Mio. Franken aus. Dieser Betrag liegt deutlich unter den an die Schweiz verkauften Mengen.

Während des Zweiten Weltkriegs kaufte Deutschland zwar ein wenig Gold (vor allem von der Sowjetunion), aber sein Angebot stammte überwiegend aus anderen Quellen. Rein rechnerisch und ohne im Detail die einzelnen Edelmetalltransaktionen zu untersuchen, konnte ein Teil des im Krieg von den Deutschen verkauften Goldes nur aus enteigneten Zentralbankbeständen – insbesondere Belgiens, der Niederlande und Luxemburgs – stammen. Der Reichsbank floss auch Kriegsgold aus der Plünderung und Enteignung Privater zu: Die für den Vierjahresplan zuständigen Behörden, welche eine drakonische Devisenkontrolle überwachten, übernahmen Gold im Gegenwert von 311 Mio. Franken. Das von Holocaustopfern aus Osteuropa geraubte Gold, welches unter Leitung von SS-Hauptsturmbannführer Bruno Melmer in 76 Lieferungen an die Reichsbank gelangte, umfasste insgesamt 2577 Kilogramm Feingewicht (im Gegenwert von umgerechnet 12,5 Mio. Franken). Hiervon wurden 119 Kilogramm Feingewicht in Barrenform an die SNB verkauft.

Im zweiten Halbjahr 1940, als Jacobsson, Weber und Wetter sich mit den politischen Konsequenzen der Goldgeschäfte befassten, erhielt die Nationalbank die ersten Hinweise, dass sowohl Zentralbanken als auch Privatpersonen in den besetzten Ländern Gold abgenommen wurde. Später machten schweizerische Zeitungen, insbesondere die «Neue Zürcher Zeitung» in einem Artikel vom August 1942, darauf aufmerksam, dass das deutsche Gold zum Teil gestohlen worden war.¹⁰⁷ Im Rechenschaftsbericht der SNB an den Bundesrat vom 16. Mai 1946 behauptete diese jedoch, erst im Januar 1943 hätten die Alliierten davor gewarnt, dass es sich bei dem von Deutschland an die Neutralen verkauften Gold um Raubgold handeln könnte. Diese Aussage war jedoch falsch, da es frühere, weniger offizielle Warnungen gegeben hatte. Der deutlichste Hinweis kam indessen im Sommer 1943 von Yves de Boisanger, dem Gouverneur der Banque de France. Er teilte unter Erwähnung aller Details der langen Irrfahrt der belgischen Goldreserven mit, dass Raubgold aus Belgien nach Berlin verbracht worden war und für internationale Geschäfte verwendet wurde. In der Tat hatte de Boisanger beim Transfer der Goldreserven der belgischen Notenbank nach Berlin eine zentrale Rolle gespielt: Bei Kriegsausbruch waren diese Frankreich anvertraut und von Bor-

¹⁰⁷ Wolff (1942).

deaux nach Dakar verbracht worden. Danach gelangten sie über die Sahara zurück nach Frankreich. Der damalige Gouverneur der Banque de France hatte eine Auslieferung an Deutschland ohne belgische Einwilligung verweigert; die Vichy-Regierung entliess ihn und ersetzte ihn durch den willfährigeren de Boisanger.

Die Warnungen von 1943 führten zu neuen Diskussionen zwischen dem Direktorium und den politischen Behörden und vor allem im Bankausschuss. In dessen Sitzungen vom 22./23. Juli und 26./27. August 1943 kam es zu deutlichen Meinungsverschiedenheiten zwischen Direktoriumspräsident Ernst Weber und dem Präsidenten von Bankausschuss und Bankrat, Gottlieb Bachmann, der von 1925 bis 1939 Webers Vorgänger gewesen war. Weber vertrat die Ansicht, dass die Beibehaltung des Goldstandards den Ankauf von Gold aus anderen Ländern verlange, während Bachmann nachdrücklich die politische Dimension der Frage betonte und erklärte, dass Schweden und die Niederlande den Ankauf von Gold im Ersten Weltkrieg mit der technischen Begründung übermässiger Kreditschöpfung verweigert hätten.

Weber war jedoch ganz anderer Ansicht und führte vor dem Bankausschuss aus: «Wir können [...] nicht glauben, dass wir mit der Abnahme von Gold der Reichsbank etwas Unrechtes machen. Wir sind vielmehr der Auffassung, dass wir im bisherigen Ausmass auch von Deutschland Gold entgegennehmen dürfen zur Befriedigung seiner Schweizerfrankenbedürfnisse. Eine andere Stellungnahme käme dem Eingeständnis gleich, bisher etwas Unrechtes getan zu haben.»¹⁰⁸ Im Verlauf der entsprechenden Debatte im Bankrat hielt ein Direktoriumsmitglied fest, die SNB sei nicht darüber informiert worden, dass die Deutschen Gold gestohlen hätten, und wies darauf hin, dass das Völkerrecht den Besatzungsbehörden im Übrigen die Beschlagnehmung von Gold erlaube. Die Argumentation Webers entsprang der Furcht, das gestohlene Gut wieder zurückerstatten zu müssen. Im Sommer 1943, als die unumstösslichen Beweise des deutschen Goldraubs und dessen Ausmass erkennen liessen, dass sich die Nationalbank bereits im Besitze ungesetzlich erworbenen Goldes befand, scheint der Hauptgrund für die Fortsetzung der umstrittenen Goldgeschäfte durch die SNB darin bestanden zu haben, den Anschein der Gutgläubigkeit aufrecht zu erhalten. Ein Abbruch der Transaktionen oder auch nur die Einforderung eines formellen deutschen Nachweises, dass es sich nicht um Raubgold handle, wurde bewusst vermieden. Dies hätte – so dachte man bei der SNB – Zweifel an ihrem guten Glauben nähren und sie nach dem Krieg mit Rückerstattungsansprüchen der

¹⁰⁸ SNB, Protokoll des Bankausschusses (1943), 23. Juli, S. 182.

Geschädigten im Rahmen des Schweizerischen Zivilgesetzbuchs konfrontieren können. Artikel 2, 3, 714 und 934 des Zivilgesetzbuches bildeten die gesetzliche Grundlage der Raubgutgesetzgebung der Nachkriegsjahre. Die wiederholte Versicherung, dass die SNB bei ihren Geschäften mit den Nazi-Finanziers gutgläubig gehandelt habe, erwies sich damit als gefährliche Falle, denn die Nationalbankleitung sah sich in der Folge veranlasst, die Goldkäufe in Deutschland fortzusetzen, um das Argument, das die ersten Transaktionen legitimiert hatte, aufrecht erhalten zu können. Diese Strategie verfolgte sie denn auch bis in die letzten Apriltage des Jahres 1945, obwohl die Alliierten ihren Druck auf die Schweiz ständig erhöhten.

Eine eigentümliche Folge dieser die Gutgläubigkeit betonenden Strategie bestand darin, dass die SNB die Goldgeschäfte nicht mit dem Bundesrat besprach. Dessen Vertreter stritten später denn auch ab, jemals angemessen über die entsprechenden Kontakte der Nationalbank und deren Sorgen betreffend die Goldkäufe informiert worden zu sein.¹⁰⁹ Erst am 9. Oktober 1943 schrieb das Direktorium an Bundesrat Wetter und informierte ihn darüber, dass «[...] die Deutsche Reichsbank der Nationalbank [seit Jahren] von Zeit zu Zeit Gold in Barren und Münzen [zediert]. [...] Die Nationalbank darf und muss annehmen, dass das ihr von einer ausländischen Notenbank angebotene Gold rechtmässig erworben worden ist.»¹¹⁰ Robert Kohli, der Chefunterhändler des Eidgenössischen Politischen Departements, kam nach dem Krieg zum Schluss, dass die SNB «vielleicht etwas zu sehr auf ihre Autonomie bedacht war.»¹¹¹

1.8 Die Politik als Lender of Last Resort

Den Notenbanken des 19. Jahrhunderts, insbesondere der Bank of England und der Banque de France, wurde oft die Rolle eines Lender of Last Resort – also eines Kreditgebers in letzter Instanz – zugeschrieben. Vor allem die Theoretiker der Real-Bills-Doktrin hielten diese Rolle für eine logische Folge ihrer Philosophie der Geldpolitik, hatte die Zentralbank doch dafür zu sorgen, dass es immer einen Markt für Handelswechsel gab. Zwar retteten Zentralbanken gelegentlich tatsächlich Banken, die in Liquiditätsschwierigkeiten geraten waren, aber sie zögerten sehr, eine entsprechende Pflicht als Teil ihrer Aufgaben anzuerkennen. Die berühmteste Formulierung der Theorie eines Lender of Last Resort, das Buch «Lombard Street» von Walter

109 In den Dokumenten der SNB finden sich zwei Hinweise (September 1942 und Juli 1943) darauf, dass die Regierung über die Goldpolitik der Bank informiert wurde: UEK (2002a), S. 202.

110 Abgedruckt in: Diplomatische Dokumente der Schweiz 1848–1945 (1992), S. 36, 40.

111 Zitat nach Maissen (2001), S. 298.

Bagehot, ging zum Teil auf die Reaktion der Bank of England auf einen Artikel Bagehots in der Zeitschrift «Economist» zurück, in welchem dieser die Bank für ihre neue Philosophie lobte. Ein Direktor der Notenbank verfasste daraufhin verärgert einen Protest, worauf Bagehot den Schluss zog, die Öffentlichkeit habe ein Recht zu wissen, ob die Bank of England als Hüterin der letzten Bankreserve diese Pflicht anerkenne und bereit sei, sie auch zu erfüllen. Dies sei nun aber äusserst unsicher.¹¹² Der Historiker der Bank of England, Richard Sayers, folgert, dass die englische Notenbank zwar nicht jegliche Möglichkeit einer Hilfsaktion im Falle einer Krise ausschloss, aber dennoch versuchte, dem Notfall auszuweichen, indem sie sich vom Tagesgeschäft weit gehend fernhielt. Das Ergebnis sei nicht erbaulich gewesen.¹¹³ Die Banque de France hatte unter der Julimonarchie einige Banken gerettet. In der Zeit Napoleons III. stand sie unter starkem politischem Druck, in dieser Hinsicht aktiver zu werden¹¹⁴, zeigte sich jedoch sehr befriedigt, als sie die Union Générale im Jahr 1882 in einem spektakulären Zusammenbruch untergehen lassen konnte. Ökonomen spendeten ihr grossen Beifall dafür, dass sie die Reinigung und Läuterung der Wirtschaft von spekulativen Exzessen Krisen überliess. Der Theoretiker der Konjunkturzyklen, Clément Juglar, folgerte 1884, eine Krise sei für eine Nation die Operation, die zur Wiederherstellung des von Übertreibungen der Spekulation zerstörten Gleichgewichts notwendig sei.¹¹⁵ In diesem Zusammenhang schrieb die Reichsbank 1900 in einem Erinnerungsband, dass sie die letzte Stütze des deutschen Heimmarkts sei¹¹⁶, und die amerikanische Federal Reserve Act von 1914 legte als Ziel die Unterstützung von Handel und Industrie fest.

Angesichts der Gefahren, die eine zu explizite Berücksichtigung der Doktrin des Lender of Last Resort mit sich brächte, überrascht es nicht, dass das Gesetz zur Errichtung der Nationalbank überhaupt nichts davon erwähnte. Es ermächtigte die SNB zwar zur Diskontierung von Wechseln mit bis zu drei Monaten Laufzeit, verpflichtete sie jedoch nicht hierzu. (Analog liesse sich bei den Goldgeschäften argumentieren, dass die SNB gesetzlich keineswegs zu Transaktionen mit anderen Zentralbanken verpflichtet gewesen wäre.) Allerdings machte Bundesrat Robert Comtesse als Vertreter des Bundes an der konstituierenden Generalversammlung der Nationalbank unmissverständlich klar, wie er die besondere Verantwortung der Bank sah, indem

112 Bagehot (1873), S. 165.

113 Sayers (1976), Bd. I, S. 2.

114 Plessis (1982).

115 Bouvier (1960), S. 282.

116 Deutsche Reichsbank (1910), S. 41.

er die spezifische Funktion einer zentralen Notenbank unterstrich, welche an die Stelle des Eigeninteresses der früheren Emissionsbanken trat: Die SNB sei mit allem Notwendigen ausgestattet, um die Bedürfnisse des Marktes zu jedem Zeitpunkt kennen und richtig einschätzen zu können, sowie um ausreichende Reserven zu bilden, mit denen sie gegen alle Eventualitäten gewappnet sei.¹¹⁷ Was verstand man unter «alle Eventualitäten»? Zwischen 1906 und 1914 gingen zahlreiche kleine Schweizer Banken (insgesamt 83) in Konkurs und verursachten Kapitalverluste von 53,5 Mio. Franken sowie Ausfälle für die Kreditgeber von rund 59 Mio. Franken. Man war sich des systemischen Risikos allerdings kaum bewusst, und es herrschte ein breiter Konsens darüber, dass Konkurse die Folge schlechter Geschäftsführung, von Betrug oder ungenügender Kontrollen durch den Verwaltungsrat seien. Beim einzigen allgemeinen Bankrun – 1914 im Tessin – versuchte die SNB zunächst, der Banca Popolare Ticinese mit einem Vorschuss von 1,5 Mio. Franken gegen hypothekarische Besicherung zu helfen. Dies reichte jedoch zur Rettung der Bank nicht aus.¹¹⁸

Die allgemeine Pflicht der Nationalbank, das Gedeihen der Wirtschaft sicherzustellen, wurde so ausgelegt, dass die Bank Wirtschaftszweigen in ausserordentlichen Schwierigkeiten entgegenkommen sollte. Dabei konnte die SNB die ansonsten üblichen Diskontierungsregeln lockern. So erklärte sie sich nur einige Tage nach Ausbruch des Ersten Weltkriegs bereit, Wechsel in Höhe von 150 000 bis 200 000 Franken der Tavannes Watch Co. zu diskontieren, um 800 Arbeitsplätze zu sichern.¹¹⁹ Sie gewährte weitere Vorschüsse dieser Art an Industriezweige, die vom plötzlichen Kriegsausbruch betroffen waren: an die Hotellerie in Graubünden, aber auch an Käsereien in den Alpen. Im Jahre 1916 rediskontierte sie Wechsel zur Unterstützung der Basler Hypothekenbank, die fast ausschliesslich das Deutschlandgeschäft betrieb und vom Kurssturz der Reichsmark an den Devisenmärkten hart getroffen war.¹²⁰

Die bereitwillige Kreditgewährung in Ausnahmesituationen hatte schon bald politische Debatten zur Folge. Das Problem in der Schweiz unterschied sich grundlegend von der durch Bagehot analysierten Frage. Dieser forderte, dass die Zentralbank in Krisen inländische Wechsel diskontiere. Die schweizerischen Finanzinstitute verfügten jedoch nur über wenig solches Wechselmaterial, so dass man bei den Stabilisierungsmassnahmen in der Schweiz auf

117 SNB (1932), S. 32.

118 Wetter (1918), insbesondere S. 2, 143.

119 SNB, Protokoll des Direktoriums (1914), 8. August, Nr. 786.

120 SNB, Protokoll des Direktoriums (1916), 27. Juli, Nr. 527.

ausländische Wechsel und andere von Schweizer Unternehmen und Banken gehaltene Vermögenswerte zurückgreifen musste. Während des Ersten Weltkriegs betraf das Problem darum auch ausländische Regierungen: Sollte man kriegsführenden Ländern Kredite gewähren, wenn damit schweizerische Arbeitsplätze gerettet werden konnten? 1916 plädierte Bankratspräsident Hirter für einen Kredit zugunsten Deutschlands und begründete ihn wie folgt: «Sollte sich die Nationalbank weigern, an der Kreditoperation teilzunehmen und sollten dann die Verhandlungen scheitern, so würde sie für die wirtschaftlichen Folgen verantwortlich gemacht.» Rodolphe de Haller vom II. Departement wies hingegen darauf hin, dass die Schweiz in wirtschaftlicher Hinsicht immer abhängiger von den Entente-Mächten werde und dass Frankreich oder Grossbritannien Schweizer Vermögenswerte in Paris oder London blockieren könnten.¹²¹

Bei Kriegsende hatte die SNB Kredite in Höhe von 282 Mio. Franken an die Entente und von 243 Mio. Franken an Deutschland ausstehen. Im Januar 1919 kam das Direktorium überein, der Entente keine weiteren Kredite mehr zu gewähren.¹²² So hatte eine unsorgfältig formulierte Doktrin die merkwürdige Konsequenz, dass sich die Nationalbank zu einer Politik der Kreditgewährung verpflichtet fühlte, die nicht nur Schweizer Unternehmen, sondern auch ausländischen Regierungen zugute kam, wenn die Bedürfnisse der Wirtschaft es erforderten.

In der Zwischenkriegszeit zeigten sich Probleme im Finanzsystem. 1920 hatte die Schweizerische Bodenkreditanstalt, deren Aktiven zu einem grossen Teil aus deutschen Hypotheken bestanden, Schwierigkeiten, den Schuldendienst auf ihren ausstehenden Anleihen zu leisten. Sie beantragte daher einen Diskontvorschuss von 5,5 Mio. bis 6 Mio. Franken, um fällige Anleihen zurückzuzahlen. Die Wechsel, die sie einreichen konnte, waren eindeutig keine Handelswechsel im Sinne der Diskontgrundsätze von Kundert; trotzdem erklärte sich die Nationalbank zu einer Unterstützungsaktion bereit.¹²³

Das Problem der Finanzmarktstabilität zeigte sich plötzlich in voller Stärke, als im Sommer 1931 in Mitteleuropa eine grosse Finanzkrise ausbrach, die zahlreiche Schweizer Banken mit Kreditengagements in Österreich, Ungarn oder Deutschland in Gefahr brachte. Nachdem der Konkurs der österreichischen Creditanstalt im Mai und der deutschen Danat Bank im Juli 1931 diese Krise ausgelöst hatten, waren auch Schweizer Banken betroffen, und

121 SNB, Protokoll des Direktoriums (1916), 31. August, Nr. 625.

122 SNB, Protokoll des Direktoriums (1919), 9. Januar, Nr. 37.

123 SNB, Protokoll des Direktoriums (1920), 8. Juli, Nr. 596.

ihre Liquiditätslage verschlechterte sich. In einigen Fällen führten die Verluste auf den Auslandsanlagen zum Konkurs. Im Juli 1931, unmittelbar nach Ausbruch der deutschen Krise, hielt die Schweiz schätzungsweise 13% der gesamten kurzfristigen Verschuldung Deutschlands. Der Direktoriumspräsident, Gottlieb Bachmann, ging davon aus, dass die Schweizer Banken drei Viertel bis eine ganze Milliarde Franken an Deutschland geliehen hatten. Für diese Angaben war er indessen von der ebenfalls nur unzureichend informierten Reichsbank abhängig. Ein Grossteil der Bankaktiven war unterdessen eingefroren oder einer rigiden Devisenkontrolle unterworfen. Ende 1931 beliefen sich die Kredite der Schweizerischen Kreditanstalt an Deutschland auf 23% der Bilanzsumme, bei der Schweizerischen Bankgesellschaft waren es 20% (September 1931) und beim Schweizerischen Bankverein 19%.¹²⁴ 1932 betraf die Hälfte der Auslandaktiven der schweizerischen Kreditinstitute Anlagen in Deutschland. Über das gesamte Jahrzehnt hinweg blieben diese Engagements ein Problem, aber die SNB begann erst 1935 mit der systematischen Erhebung von Daten über die Auslandguthaben des Schweizer Finanzsystems.¹²⁵ Ende 1934 betrug die eingefrorenen Kredite 12,5% der Bilanzsumme des Schweizerischen Bankvereins, 17,4% bei der Schweizerischen Kreditanstalt und 19,5% bei der Schweizerischen Bankgesellschaft. Ein ziemlich grosser Teil dieser Engagements betraf Deutschland.¹²⁶

Die Schwierigkeiten der Schweizer Banken manifestierten sich bereits 1931 bei der grossen mitteleuropäischen Bankenkrise, und über einen grossen Teil des Jahrzehnts verschlechterte sich deren Lage weiter. Die Bilanzen der acht grössten Schweizer Banken halbierten sich von 1929 bis 1938; ihre Verluste machten 7% der Bilanzsumme aus.¹²⁷ Die einzige grosse Westschweizer Bank, das Comptoir d'Escompte Genevois, hatte bedeutende Positionen gegenüber Mitteleuropa ausstehen. Die Nationalbank sah sich gezwungen, über ein eigens hierzu organisiertes Bürgschaftssyndikat eine ausserordentliche Kreditlinie von 9 Mio. Franken zur Verfügung zu stellen.¹²⁸ Zusätzlich gewährte der Bund einen Sonderbeitrag von 20 Mio. Franken. In ihrem Aufruf zur Solidarität unter den Schweizer Banken zur Unterstützung dieser Aktion führte die SNB aus, dass alle Schweizer Banken wegen ihrer illiquiden ausländischen Aktiven verletzlich seien und dass die Auflösung einer einzigen Bank die Aufmerksamkeit auf die prekäre Lage des ganzen Systems lenken

124 Perrenoud et al. (2002), S. 205 ff.; UEK (2002b), S. 268.

125 Halbeisen (1998), S. 65.

126 Perrenoud et al. (2002), S. 81.

127 Halbeisen (1998), S. 67.

128 SNB, Protokoll des Direktoriums (1931), 5. Oktober, Nr. 804.

und zu einer Panikreaktion führen würde. Was nun notwendig sei – so liess das Direktorium an einer eigens einberufenen Sitzung der Bankiers im August 1931 verlauten – sei eine «gewisse Schicksalsgemeinschaft und Solidarität». Präsident Bachmann gab ausserdem bekannt, dass die Nationalbank ihre Grundsätze für den Wechseldiskont lockern werde.¹²⁹ Aber der Rettungsversuch, der in eine Fusion mit der Union Financière und in die Gründung einer neuen Banque d'Escompte münden sollte, scheiterte schliesslich weitgehend darum, weil sich die sozialistische Regierung des Kantons Genf einer Lösung mit staatlicher Unterstützung bzw. der Sozialisierung der Verluste widersetzte. 1934 wurde die Bank liquidiert.

Nach der Abwertung in Grossbritannien gab es im September 1931 einen Ansturm auf die Schalter der Schweizerischen Volksbank, deren zahlreiche Kleinkundschaft sich um das Ausmass des Engagements der Bank in Deutschland und in Mitteleuropa Sorgen machte. Die Volksbank überlebte dank einer Kapitalspritze des Bundes von 100 Mio. Franken und zwei äusserst radikalen Kapitalschnitten. Auch in diesem Fall gewährte die SNB einen Kredit und beteiligte sich an der Rettungsaktion, indem sie mit Alfred Hirs einen ihrer leitenden Mitarbeiter entsandte, um die alte Geschäftsleitung der Volksbank zu ersetzen.¹³⁰

Bei all diesen Aktionen verzichtete die Nationalbank auf allzu offensichtliche Interventionen. Das Direktorium und der Bundesrat waren sich darin einig, dass die SNB nicht in eine Krise des schweizerischen Bankensystems hineingezogen werden sollte. Bundesrat Jean-Marie Musy – in der Vergangenheit ein heftiger Kritiker der SNB – erklärte nach der deutschen Bankenkrise von 1931, welche die Reichsbank gelähmt hatte, dass die Nationalbank «[...] nicht in die Immobilisation anderer Unternehmungen hineingezogen werden [darf]». Die SNB argumentierte, dass in solchen Situationen die «Fürsorgeaufgaben» des Staates erweitert würden.¹³¹ Die nahe liegende Lösung war die Gründung einer neuen Institution, die sich mit dem Problem der gefährdeten Banken befassen sollte, analog zur National Credit Corporation in den Vereinigten Staaten oder zur deutschen Akzept- und Garantiebank von 1931. Ihr Name, Eidgenössische Darlehenskasse, erinnerte an die 1914 gegründete und zehn Jahre später liquidierte Institution, aber im Unterschied zu dieser sollte die neu gegründete Kasse in erster Linie nicht Kredite gegen Hinterlage schweizerischer Aktiven, sondern gegen nichtrealisierbare Aus-

129 SNB, Bankenkonferenz (1931); Zitat nach Baumann (2004), S. 98.

130 Baumann (2004).

131 Zitat nach Baumann (2004), S. 99.

landaktiven vergeben. Ebenfalls anders als die Institution von 1914 wurde die neue Einrichtung nicht durch den Staat allein getragen: Von der Garantiesumme von 100 Mio. Franken stammten 75 Mio. Franken vom Bund, der Rest von den Banken. Die Hebelwirkung des Instituts ging jedoch über diesen Betrag hinaus, da es seine Wechsel bei der SNB diskontieren lassen konnte und auf diese Weise gewissermassen einen Teil der Funktion eines Lender of Last Resort übernahm.

Eine Konsequenz der Ausweitung der Hilfe war, dass die Banken besser kontrolliert und beaufsichtigt werden mussten. Im Nachgang zur Krise von 1931 in Deutschland schlug das EFD die Errichtung einer Bankenaufsichtsbehörde vor. Der Vorschlag der Nationalbank ging wesentlich weniger weit und bestand in einem «engern Kontakt» zwischen den privaten Banken und der SNB: Die Kantonbanken – so argumentierte die Nationalbank – unterstützen ja bereits einer staatlichen Kontrolle. Die Banken hätten ihre monatlichen Bilanzen einreichen müssen, die dann von der SNB zusammengestellt und in aggregierter Form veröffentlicht worden wären. Der SNB hätte überdies das Recht übertragen werden sollen, von den Banken weiter gehende Auskünfte zu verlangen. Wie die Nationalbank argumentierte, habe es sich gezeigt, «dass das Interesse der Öffentlichkeit an unsern grössern Banken ein so bedeutendes ist, dass man ein solches Institut nicht fallen lassen kann.»¹³²

Das Ergebnis der Diskussion war das Bankengesetz von 1934. Es verpflichtete die Banken zu einer Bücherrevision, vermied es aber, die Aufsicht und Regulierung massgeblich zu erweitern. Der wichtigste Verfasser des Gesetzes, Paul Rossy, der von der SNB zum Bund delegiert worden war und später zum Vizepräsidenten des Direktoriums aufstieg, erklärte, das Gesetz weise keinerlei etatistische Züge auf und belasse den Banken jede Flexibilität sowie sämtliche Entwicklungs- und Anpassungsmöglichkeiten in einem im Wandel begriffenen wirtschaftlichen Umfeld.¹³³ Das Gesetz löste das Problem des auf der Nationalbank lastenden Drucks, gefährdeten Wirtschaftszweigen besondere Hilfe zu gewähren, allerdings nicht (siehe 10.4.2). Diese Praxis war damals auch bei anderen Zentralbanken gang und gäbe. So lenkte die Bank of England während der Weltwirtschaftskrise einen grossen Teil ihrer Anstrengungen darauf, eine koordinierte Rettungsaktion für die Baumwolltextilindustrie in Lancashire zu organisieren. Am Vorabend der Abwertung im Spätsommer 1936, als die schweizerische Wirtschaft insgesamt in der Depression steckte und radikale politische Strömungen stärker wurden, erklärte sich die

132 SNB, Protokoll des Direktoriums (1931), 27. August, Nr. 689.

133 Rossy und Reimann (1936); Perrenoud et al. (2002), S. 111.

SNB zu einer grosszügigeren Diskontierung von Wechseln der Kantone und Gemeinden bereit, falls diese finanziell solide seien und einen ausgeglichenen Haushalt aufwiesen.¹³⁴ Das eigentliche Motiv hierfür war, die Bauindustrie zu unterstützen.

1.9 Stabilisierungspolitik

1.9.1 Einleitung

Die Diskussion über die Funktion des Lender of Last Resort lässt sich nur schwer von der allgemeinen Forderung trennen, dass die Zentralbank ihre Politik nicht nur auf die Vermeidung von Paniken an den Finanzmärkten, sondern auch auf eine allgemeine makroökonomische Stabilisierung ausrichten soll. In der erhitzten politischen Atmosphäre nach dem Ersten Weltkrieg begründete die Nationalbank den raschen Rhythmus von Diskontsatzsenkungen denn auch wie folgt: Es geschah dies, «wie stets hervorgehoben wurde, im Interesse von Handel und Industrie, überhaupt im Interesse der von der Krisis arg hergenommenen einheimischen Volkswirtschaft. Nicht nur die interessierten wirtschaftlichen Kreise drängten mehrfach nach dieser Richtung, sondern auch unsere oberste Landesbehörde selbst liess sich zu Vorstellungen gegenüber der Nationalbank herbei.»¹³⁵ Die Bank erweckte den Eindruck, als sei sie recht stolz auf ihre Willfähigkeit.

In den 1930er Jahren leistete die SNB solchem Druck gegenüber wesentlich mehr Widerstand. Dies geschah zum Teil aufgrund der Erfahrungen mit der Inflation am Ende des Ersten Weltkriegs, die sehr viel zur starken «Verpolitisierung» der Notenbankpolitik beigetragen hatte, zum Teil aber auch aus dem Bewusstsein heraus, dass zwischen einer Stabilisierung der Binnenwirtschaft und der Aufrechterhaltung des Wechselkursregimes ein Zielkonflikt bestand. Vor allem Forderungen nach mehr Liquidität betrachtete die Nationalbank mit Argwohn. Anfang 1936 diskutierte das Direktorium Offenermarktäufe von Wertschriften als Möglichkeit zur Liquiditätsausweitung. Es wies darauf hin, dass solche Geschäfte gegen das Nationalbankgesetz verstiesse, da dieses nur vorübergehende Geldanlagen in Schatzwechseln oder Anleihen erlaubte. «Es wird nicht in Abrede gestellt, dass eine Kreditausweitung unter Umständen gewisse günstige Auswirkungen zeitigen kann. Doch ist höchst unsicher, ob sich diese Wirkungen einstellen. Das Direktorium neigt viel mehr zu der Ansicht, dass sich daraus höchstens eine Scheinkonjunktur

¹³⁴ SNB, Protokoll des Direktoriums (1936), 3. September, Nr. 943.

¹³⁵ SNB, Kritik an SNB (1924).

zu entwickeln vermöchte, die sich nicht zu einer tatsächlichen Konjunktur wird konsolidieren können. [...] Schliesslich ist noch auf die wesentlichste Gefahr der Kreditausweitung hinzuweisen: auf die Gefahr der Inflation.»¹³⁶ Daher rückte die SNB entschieden von der Idee ab, dass sie eine Verantwortung für die allgemeine Stabilisierung der krisengeschüttelten Wirtschaft der 1930er Jahre habe.

1.9.2 Beurteilung anhand einer modernen Taylor-Regel

Der Ansatz von Taylor¹³⁷, der seine Regel rückwirkend auf die Geldpolitik in den Vereinigten Staaten anwendete¹³⁸, kann zu einer quantitativen Beurteilung der Politik der Nationalbank in den ersten Jahrzehnten ihres Bestehens dienen. Laut Taylor lässt sich die Geldpolitik über verschiedene historische Phasen hinweg beurteilen, und zwar anhand einer einfachen quantitativen Beziehung zwischen dem kurzfristigen geldpolitischen Instrument und der Abweichung des realen BIP vom Trend – der Output-Lücke – einerseits sowie der Inflationsrate von einer geeigneten Zielgrösse andererseits. Taylor zeigte, dass seine Regel aus der Quantitätstheorie des Geldes leicht ableitbar und auf so verschiedenartige Konzeptionen der Geld- und Währungspolitik anwendbar ist wie den klassischen Goldstandard bei regelkonformem Verhalten der Zentralbank über das Sich-gegen-den-Wind-Stemmen der 1950er und 1960er Jahre bis hin zu den inzwischen üblich gewordenen Ansätzen mit impliziten und expliziten Inflationszielen.

In Grafik 1.12 wird der Zinssatz, der anhand einer für die Jahre 1914 bis 1945 retrospektiv angewendeten Taylor-Regel berechnet wurde, mit den tatsächlichen schweizerischen Zinsen in jener Periode verglichen.¹³⁹ Dabei wird eine von der SNB für die Jahre 1980 bis 2004 selber verwendete Formel benutzt.

Grafiken 1.12a und 1.12b zeigen, dass die Geldpolitik der SNB während des Ersten Weltkriegs insgesamt zu expansiv und danach – praktisch bis zum Vorabend des Zweiten Weltkriegs – zu restriktiv ausfiel. Anschliessend wurde sie wieder zu stark gelockert. Grafik 1.12b zeigt überdies, dass der hohe Taylor-Zinssatz im Ersten Weltkrieg, der niedrige Taylor-Zinssatz nach dem Krieg und die Rückkehr zu einem hohen Taylor-Zins in den späten 1930er Jahren sowohl starke Inflations- und Deflationsschocks als auch Schocks der realen Gesamtproduktion widerspiegeln. Dies deutet darauf hin, dass die

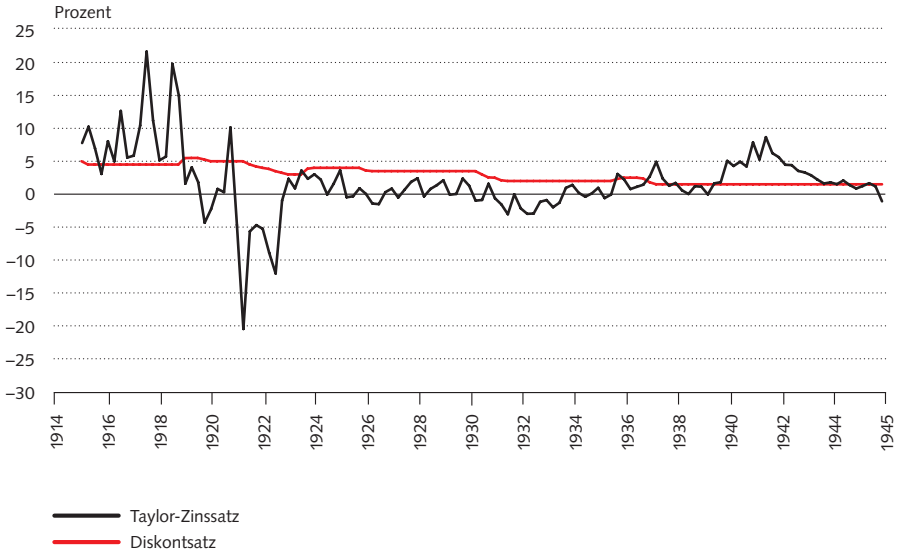
136 SNB, Protokoll des Bankausschusses (1936), 4. Februar, S. 65 f.

137 Taylor (1999).

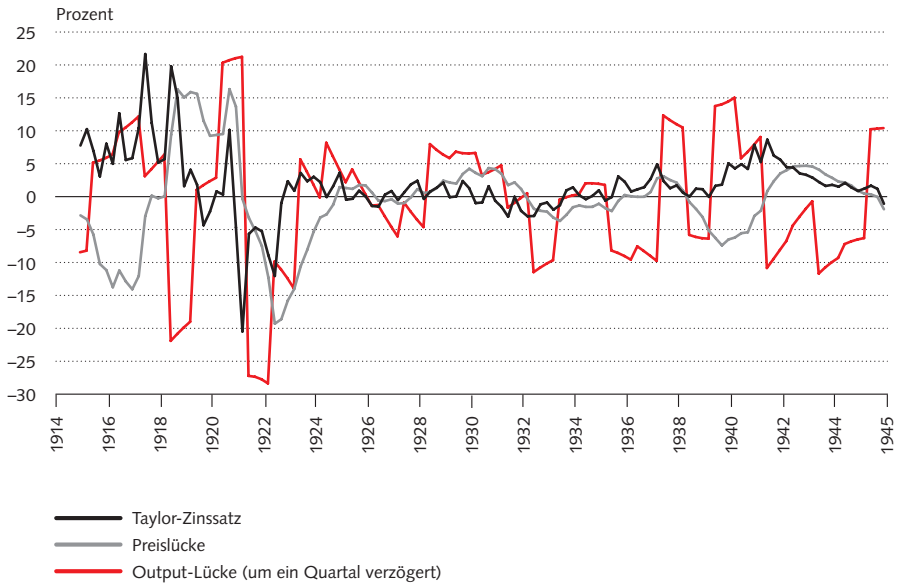
138 Taylor (1993).

139 Siehe Anhang II.

Grafik 1.12a
Taylor-Zinssatz und Diskontsatz 1914–1945



Grafik 1.12b
Komponenten des Taylor-Zinssatzes 1914–1945



Quelle: SNB (1944); SNB, Monatsbericht (1943, 1944, 1945); Historische Statistik der Schweiz (1996); eigene Berechnungen.

Geldpolitik vor dem Zweiten Weltkrieg während längerer Zeit weder massgeblich auf Preisstabilität noch auf die Stabilität der Produktion ausgerichtet gewesen war. Die wichtigste Ausnahme hiervon bildet die Zeit des Goldstandards, während welcher der Zinssatz nach der Taylor-Regel viel weniger stark ausschlägt. Die Tatsache jedoch, dass dieser Zinssatz in der Phase des Goldstandards zumeist unter dem offiziellen Diskontsatz lag, deutet darauf hin, dass die Geldpolitik damals tendenziell zu restriktiv war.

1.10 Die Nachkriegsordnung

Aufgrund ihrer Neutralität war die Schweiz an der Währungskonferenz der Vereinten Nationen (die Bezeichnung der alliierten Kriegscoalition) von 1944 in Bretton Woods nicht beteiligt, an welcher die Währungsordnung der Nachkriegszeit festgelegt wurde. Schweizerische Entscheidungsträger betrachteten die Ergebnisse von Bretton Woods mit gewissem Argwohn. Ein vertraulicher Bericht von Walter Bosshard, Journalist bei der «Neuen Zürcher Zeitung», vom August 1944 an den Bundesrat zitierte einen Vertreter der Bank of England wie folgt: «[...] die Schweiz werde die Vorschläge von Bretton Woods niemals annehmen, weil sie Bedingungen enthalten, die allzu sehr gegen unsere Wirtschafts- und Finanztraditionen gehen».¹⁴⁰ Vor allem die der Konferenz zugrunde liegende Philosophie, die eine Liberalisierung des Aussenhandels vorsah, während der Kapitalverkehr dauerhaften Beschränkung unterliegen sollte, war dem Denken in der Schweiz, wie es sich in der Zwischenkriegszeit herausgebildet hatte, fremd. Als der Bundesrat die Möglichkeit, mit den Bretton-Woods-Institutionen zusammenzuarbeiten, schliesslich verwarf, begründete er den Entscheid damit, dass man keinen Anstoss zur Veröffentlichung von Informationen geben dürfe, welche die schweizerische Auffassung der Eigentumsrechte in Frage stellen und somit die öffentliche Ordnung bedrohen könnten. Aber auch die konkretere und direktere Furcht, dass der Internationale Währungsfonds (IWF) dazu dienen könnte, den konvertiblen Schweizer Franken als «knappe Währung» zu bezeichnen, gegen welche die Fondsmitglieder einschränkende Sanktionen verhängen konnten, spielte eine wichtige Rolle. Die Veröffentlichungsvorschriften des IWF wurden als Versuch amerikanischer Wirtschaftsspionage gewertet.¹⁴¹ Der Bericht von Bosshard schloss mit skeptischen Bemerkungen zur Frage, ob die Verträge von Bretton Woods angesichts der Meinungsverschiedenheiten zwischen Grossbritannien und den Vereinigten Staaten und der ablehnenden

¹⁴⁰ Bericht Bretton Woods (1944).

¹⁴¹ Tanner (2003).

Haltung der New Yorker Banken je in Kraft gesetzt werden könnten. Bosshard sah es als wahrscheinlicher an, dass die wirtschaftliche und währungs-politische Zusammenarbeit in regionalem Rahmen stattfinden werde.

Bosshard wollte die Schweiz dazu bewegen, sich stärker an dem neu entstehenden internationalen institutionellen Rahmen zu beteiligen. Er war entsetzt darüber, dass die Schweiz die Chance nicht ergriffen hatte, einen Beobachter nach Bretton Woods zu senden. Ihm war jedoch auch bewusst, wie stark die aufgrund der Erfahrungen während des Kriegs entstandene feindselige Haltung der amerikanischen Behörden – insbesondere des Schatzamtes – gegenüber der Schweiz die Atmosphäre für internationale Zusammenarbeit in diesem Land vergiftet hatte. Aber nicht nur die Amerikaner zeigten der Schweiz die kalte Schulter. Bosshard zitierte eine Unterredung mit Vertretern Grossbritanniens, in der die SNB-Leitung mit den folgenden Worten beschrieben wurde: «Bei der Nationalbank, sagte man mir, herrsche eine weltfremde Planlosigkeit, die in London nur Kopfschütteln, aber kein Erstaunen mehr erzeuge. Die älteren Herren des Direktoriums lebten mit ihren Ansichten noch im 19. Jahrhundert und wüssten oft selber nicht, was sie wollten. Sollten diese Leute nach dem Krieg weiter am Ruder bleiben, dann sei London entschlossen, eine wesentliche andere, schärfere Politik der Schweiz gegenüber einzuschlagen.»¹⁴²

Die Differenzen mit den Alliierten über die Goldgeschäfte ab 1943 beeinflussten sicherlich die Haltung der SNB nach dem Krieg, als die problematische Natur der Goldkäufe eine grosse Rolle in den Verhandlungen mit den Alliierten spielte. Dies gilt besonders für die Verhandlungen über das Washingtoner Abkommen. Es wurden zwei mögliche Argumente zur Verteidigung vorgebracht: zum einen, dass die Neutralität diese Ankäufe notwendig gemacht habe. Dies war ebenso wenig stichhaltig wie das Gegenargument, dass die Alliierten gelegentlich vorbrachten und welches besagte, dass diese Transaktionen gegen die Neutralität verstiesse. Tatsächlich wurden solche Ankäufe durch das Neutralitätsrecht weder verboten noch vorgeschrieben; sie waren lediglich erlaubt. Zum anderen handelte es sich um die Behauptung, dass die Nationalbank keinen Grund gehabt habe anzunehmen, beim gekauften Gold handle es sich nicht um deutsche Vorkriegsbestände: Auch dies war ein schwaches Argument. Die Befragung des Vizepräsidenten der Reichsbank, Emil Puhl, durch die Alliierten ergab nämlich das Gegenteil, sagte dieser doch aus, dass das Direktorium der SNB über das belgische Gold orientiert gewesen sei. Die Sache der Schweiz wurde ausserdem durch eine bittere Aus-

142 Bericht Bretton Woods (1944).

einandersetzung innerhalb des Direktoriums über die Verantwortung für die Goldpolitik während des Kriegs unterminiert. Zudem hatten die Vereinigten Staaten Zugang zu vertraulichen Unterlagen der Schweiz, die sie über die internen Diskussionen und auch über die antisemitischen Kommentare und Stellungnahmen von Direktoriumsmitglied Alfred Hirs informierten.

Im Rahmen des Washingtoner Abkommens hatte die Schweiz schliesslich 250 Mio. Franken zu leisten, wofür die Alliierten auf alle Forderungen an die Nationalbank im Zusammenhang mit dem Kauf deutschen Goldes während des Kriegs verzichteten. An diesem Betrag beteiligte sich die SNB mit 100 Mio. Franken. Die Höhe der Zahlung basierte zu einem grossen Teil auf Berechnungen, mit denen die Alliierten das mutmasslich in die Schweiz geflossene belgische Gold ermittelt hatten. Zu diesem Zeitpunkt – im Mai 1946 – war das Schicksal des Goldes der niederländischen Zentralbank, von dem Deutschland ebenfalls einen Teil an die Schweiz verkauft hatte, sowie des Goldes aus Privatbesitz, wie den Melmer-Lieferungen an die Reichsbank, von den Alliierten nicht klar erkannt worden. Erst später – als es für eine Änderung des Washingtoner Abkommens und der von der Schweiz zu leistenden Zahlung zu spät war – realisierte die niederländische Regierung, dass die brisante Frage des niederländischen Goldes in Washington vollständig vergessen oder ignoriert worden war. Vom Raubgold aus den Niederlanden nahm man an, dass es zu einem bedeutenden Teil Opfern der Nazi-Besatzung gehörte.

Die spannungsgeladene Diplomatie der Jahre 1943 bis 1946 hinterliess ihre Spuren auch im Denken und in der Politik der Schweiz der Nachkriegszeit. Bei der Gründung der SNB im Jahre 1907 hatten sich die neu berufenen Zentralbankvertreter die vorherrschenden internationalen Doktrinen der Notenbankpolitik voll und ganz zu eigen gemacht. 1944 war die Führung der Nationalbank hingegen nicht bereit, die Auffassungen, die sich mit der Konferenz von Bretton Woods international durchgesetzt hatten, zu übernehmen: Vor allem akzeptierte sie nicht, dass Kapitalverkehrskontrollen praktikabel oder wünschbar seien, wie es die geistigen Väter von Bretton Woods mit fester Überzeugung glaubten. Die Erfahrungen von 1936/37 führten auch zu einer gewissen Skepsis hinsichtlich eines Systems fester Wechselkurse und zur Bereitschaft, mit einer Welt «schwankender Währungen» zu leben. Aus der Sicht Londons und Washingtons wirkte die Philosophie der schweizerischen Notenbankbehörden planlos bzw. als eigenartiges Relikt aus dem 19. Jahrhundert. Aus politischer Sicht war es vielleicht kein raffinierter Ansatz, und manche Aspekte der Beziehungen zu Nazideutschland waren moralisch und rechtlich zweifelhaft und zudem politisch unklug gewesen. Aber diese

Mitte des 20. Jahrhunderts äusserst unmodischen Ansichten der Schweizer Verantwortungsträger über Kapitalkontrollen und die Bedeutung der Wechselkurse wurden von den 1970er Jahren an zum vorherrschenden geldpolitischen Ansatz unter den international führenden Wirtschaftswissenschaftlern und Notenbankexponenten. Möglicherweise brauchte die Schweiz eine gewisse politische Isolation, um diese Philosophie der Notenbankpolitik trotz des feindseligen intellektuellen und politischen Klimas jener Jahre fortzuführen.

1.11 Fazit

Die Nationalbank war dazu konzipiert worden, den Zahlungsverkehr in einem kleinen Land am Rande der über den internationalen Goldstandard vernetzten Welt des späten 19. Jahrhunderts zu rationalisieren. Die wichtigsten Grundlagen der Geld- und Währungspolitik – die Konvertibilität der Metallwährung und die Freiheit des Kapitalverkehrs – waren aufgrund der Umstände und der Anforderungen des Systems und nicht durch freien Entscheid von Gesetzgebern oder Notenbanken entstanden. Unter dem Goldstandard mussten die Zentralbanken nicht selber aktiv werden, sondern dem freien Spiel der Kräfte zum Durchbruch verhelfen. Wie das Federal Reserve System in den Vereinigten Staaten war auch die SNB eine Spätgeburt, die als Reaktion auf wahrgenommenes Marktversagen im Zahlungsverkehr geschaffen worden war. Nach relativ kurzer Zeit wurde das damalige internationale Finanzsystem durch den Ersten Weltkrieg hinweggefegt, und die neuen Zentralbanken mussten ihre Aufgabe unter den radikal veränderten Umständen fehlender Konvertibilität und weit verbreiteter Kontrolle von Handel und Devisentransaktionen weiterführen.

Anders als früher gegründete Zentralbanken war die Nationalbank auch das Produkt eines demokratischen Zeitalters, in dem den Belangen der Öffentlichkeit eine viel grössere Rolle zukam und politische Vorgaben – etwa in der Zusammensetzung des Bankrats oder der Dauer des Mandats der Bank – so angelegt waren, dass die SNB auf nationale Bedürfnisse und Anforderungen eingehen musste.

Der Praxistest der neuen Zentralbank kam mit den internationalen Krisen: unmittelbar nach der Gründung im Jahre 1907, mit der Aussetzung der Goldkonvertibilität nach dem Kriegsausbruch von 1914 und mit der Depression in der Zwischenkriegszeit. Im Vergleich zu anderen Zentralbanken hielt sich die SNB angesichts dieser Probleme recht gut. Die Schweiz war 1907 nicht gezwungen, die Auszahlung von Bankeinlagen in Bargeld zu unterbinden, wie es in den Vereinigten Staaten der Fall war, oder Bankkredite wie in

Deutschland oder Italien zu begrenzen. Im Unterschied zu anderen Zentralbanken in Europa und den Vereinigten Staaten führte die SNB 1919 eine relativ reibungslose Desinflation durch, die zwar zu einer heftigen, aber sehr kurzen Wirtschaftskrise führte. Die anderen Zentralbanken liessen ein weiteres Inflationsjahr verstreichen und verstärkten so die Wirtschaftskrise. Auch in der Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre machte die Nationalbank – zumindest im Vergleich mit anderen prominenteren Zentralbanken – keine offensichtlichen geldpolitischen Fehler. In den Vereinigten Staaten, in Grossbritannien, Deutschland und in Frankreich fielen die Reaktionen der Notenbanken auf den Kollaps der liberalen internationalen Wirtschaftsordnung kläglich aus. Das Federal Reserve System war nicht in der Lage, den Zusammenbruch der Geldwirtschaft und des Bankwesens in der Zeit von 1930 bis 1933 zu verhindern. Die Bank of England wurde durch die Ablösung des Pfunds vom Goldstandard gedemütigt und fand ihre Daseinsberechtigung (und ihre operative Unabhängigkeit) erst Ende des Jahrhunderts wieder. Die Deutsche Reichsbank wurde von der deutschen Bankenkrise von 1931 in die Knie gezwungen, und die Banque de France war heftigen politischen Angriffen ausgesetzt, die sie ins Mark trafen.

Betrachtet man die Schweizer Geldpolitik im Rückblick, wird man jedoch einige folgenschwere wirtschaftspolitische Fehler nicht übersehen. Simuliert man Alternativen zur Beibehaltung des Goldstandards zwischen 1931 und 1936, wird deutlich, dass eine frühere Ablösung vom Goldstandard bedeutende wirtschaftliche Vorteile gebracht hätte. Die retrospektive Anwendung der modernen Taylor-Regel zeigt die anhaltend restriktive Schlagseite der Politik in den 1920er und 1930er Jahren.

Auch fällt die Art und Weise auf, wie die wirtschaftspolitischen Entscheide in der schweizerischen Öffentlichkeit diskutiert wurden. Natürlich gab es Debatten über die Geldpolitik und die Beibehaltung des Goldstandards. Sie fanden aber in einem allgemeineren wirtschaftspolitischen Rahmen statt und waren auf die Politik des Bundes ausgerichtet und nicht auf den Einfluss der Nationalbank. Nach der Abwertung von 1936 kreiste die politische Debatte weniger um die Zuweisung der Verantwortung als um die Frage, wie der Abwertungsgewinn zwischen Bund und SNB aufgeteilt werden sollte. Während die Politik des Federal Reserve System, der Bank of England, der Banque de France und der Reichsbank in den 1930er Jahren zunehmend ins Zentrum nationaler politischer Kontroversen gerieten, fokussierte sich die Diskussion in der Schweiz nicht auf die Nationalbank. Vielleicht lag es an der zunehmend bedrohten geopolitischen Position der Schweiz, dass die Nationalbank mehr und mehr Teil eines Konsenses über die nationalen Institutionen wurde.

Während des Zweiten Weltkriegs gab es überraschend wenig Kontroversen über die SNB und ihre Politik. Hatte die Nationalbank in den ersten Jahren ihres Bestehens noch im Zentrum zahlreicher Debatten gestanden, so wurde sie nach und nach zu einer ehrwürdigen nationalen Institution.

Der relativ unanfechtbare Leistungsausweis der Nationalbank von 1907 an bis in die 1930er Jahre erklärt, weshalb die SNB im Inland an einer Tradition und an einer Philosophie festhalten konnte, die im Vergleich zur Entwicklung in anderen Ländern recht überholt wirkte. Sie engagierte sich nicht – wie andere Notenbanken – in einer ambitionierten Stabilisierungspolitik und erlegte sich bei der Vornahme direkter Markteingriffe eine grössere Zurückhaltung auf als diese. Die (legitime) internationale Kritik der Rolle der SNB im Zweiten Weltkrieg – als sie sich unter völlig anderen Umständen weit gehend gleich wie im Ersten Weltkrieg verhielt – isolierte sie vom Gruppendruck, den andere Zentralbanken, die nun einer neuen wirtschaftspolitischen Richtung folgten, auf sie hätten ausüben können. Daher fühlte sich die Nationalbank weiterhin in hohem Mass einer Kultur der monetären Stabilität verpflichtet und war kaum geneigt, ihre Mission im Kontext staatlicher Versuche makroökonomischer Stabilisierung zu suchen. Die Geld- und Währungspolitik der 1930er Jahre schuf so einen nützlichen monetären Ausgangspunkt für die Nachkriegszeit und legte die Basis für eine Stabilitätskultur.

1.12 Anhang I: Die Wechselkurspolitik in den 1930er Jahren¹⁴³

1.12.1 Theorie

Die Untersuchung von geld- und währungspolitischen Alternativen wird in zwei Schritten vorgenommen. Der erste Schritt umfasst eine Simulation der Geldpolitik mit Hilfe eines modifizierten McCallum-Nelson-Modells (einfaches Makromodell einer offenen Volkswirtschaft).¹⁴⁴ Danach erfolgen geldpolitische Simulationen unter Einbezug von Kapitalflüssen und des Bankensektors.

Es kommt ein mikro-basiertes, um den internationalen Handel mit mehreren Partnern erweitertes monetäres Makromodell zur Anwendung. Das Modell bezieht den Goldautomatismus mit ein, und zwar im Unterschied zu modernen Versionen des Modells, wo typischerweise eine Zinsregel als nomineller Anker dient. Es weist folgende Hauptbestandteile auf:

¹⁴³ Geschrieben in Zusammenarbeit mit Thomas Helbling vom IWF.

¹⁴⁴ McCallum und Nelson (2001).

- Das *aggregierte Nachfrageverhalten* wird nach den gängigen Annahmen modelliert. Die Nachfrage hängt positiv ab vom Einkommen in der Vergangenheit (für den Teil der Konsumenten und Unternehmen mit Liquiditätsrestriktionen) bzw. vom künftig erwarteten Einkommen (für den Teil der Konsumenten und Unternehmen mit vorausschauenden Erwartungen), vom ausländischen Einkommen und vom realen Wechselkurs (definiert als ausländisches Preisniveau in Schweizer Franken, dividiert durch das einheimische Preisniveau). Sie hängt negativ vom erwarteten Realzins ab.
- Das *aggregierte Angebot* ist eine negative Funktion des realen Wechselkurses und widerspiegelt die Annahme, dass die Importe nur aus Zwischenprodukten bestehen, die wiederum als Produktionsfaktoren eingesetzt werden. *Ceteris paribus* reduziert eine reale Abwertung die potenzielle Produktion durch ihre gegenläufigen Wirkungen auf die Preise der Produktionsfaktoren.
- Die *Nachfrage nach Notenbankgeld* hängt positiv von den Preisen und vom Einkommen ab und negativ vom nominellen Zinssatz. Die Veränderung der Notenbankgeldmenge wird durch den Zahlungsbilanzsaldo bestimmt. Dieser hängt von der Handelsbilanz ab, die im Modell endogen ist, sowie von Nettokapitalzuflüssen, die im Modell exogen sind.
- Die *Importnachfrage* ist eine positive Funktion des Inlandseinkommens und hängt negativ vom realen Wechselkurs ab.
- Die *Inflation* wird mittels einer hybriden Philips-Kurve gemäss Fuhrer und Moore¹⁴⁵ bestimmt, in welche sowohl die Inflationserwartungen als auch die verzögerte Inflation eingehen. Zudem hängt die Inflation positiv von der Output-Lücke ab.

Das Modell bildet auch einige Schocks nach. Da vornehmlich Politiksimulationen durchgeführt werden sollen, handelt es sich um Schocks für alle Verhaltensgleichungen. Die Schocks betreffen die Gesamtnachfrage, das Gesamtangebot, die Geldnachfrage und das Geldangebot (das im Wesentlichen dem unerklärten Teil der Zahlungsbilanz entspricht). Ausserdem werden auch ausländische Nachfrageschocks betrachtet.

Die wichtigsten Annahmen sind:

- Vier Export- und Importregionen: Gold-Block (ohne Schweiz), Deutschland, Sterling-Block, Dollar-Block (einschliesslich Rest der Welt).
- Der Verlauf von Produktion und Preisen wird durch die Entwicklung im «Hauptland» jedes Blocks angenähert.
- Ausländische Preise und Einkommen werden als gegeben betrachtet.

145 Fuhrer und Moore (1995).

- Die Aufteilung der Exporte und Importe in Preise und Mengen erfolgt anhand von Grosshandelspreisen.
- Damit die Variablen stationär sind, werden sie relativ zu ihrem Stand im Jahre 1929 definiert.
- Das Preisniveau ist stationär.

Das Modell wurde mit den Parametern von McCallum-Nelson kalibriert, ausgenommen die Aussenhandelsanteile, welche so angepasst wurden, dass sie den effektiven schweizerischen Werten von Ende der 1920er Jahre entsprechen. Es wurden auch alternative Parameterwerte untersucht.

Das Modell wird mit Hilfe der üblichen Methoden gelöst und simuliert. Die Simulationen erfolgen in zwei Schritten. Zunächst wird das Modell gelöst und für die Jahre 1930 bis 1938 simuliert, wobei in jeder Periode alle Schocks auf Null gesetzt werden. Die Differenzen zwischen den tatsächlichen und den simulierten Werten dienen dann zur Berechnung der Schocks. Mit anderen Worten werden die Schocks so angesetzt, dass sie tatsächliche Werte und geldpolitische Entscheidungen replizieren.

In einem zweiten Schritt wird das Modell für alternative Politikszenerien gelöst. Es werden insbesondere zwei kontrafaktische Abwertungsszenarien betrachtet:

- *Sterling-Szenario*: In diesem Szenario wird angenommen, dass die SNB den Franken überraschend vom Gold löste und an das britische Pfund anband, nachdem Grossbritannien den Goldstandard aufgegeben hatte. Einfachheitshalber wird vorausgesetzt, dass der Wechselkurs des Franken zum britischen Pfund bis Ende 1938 auf dem Durchschnitt von 1931 verharrete. Die Wechselkurse gegenüber anderen Währungen (französischer Franken, Reichsmark und US-Dollar) werden anhand von Kreuzparitäten berechnet.
- *Dollar-Szenario*: In diesem Szenario wird davon ausgegangen, dass die SNB den Franken überraschend vom Gold löste und an den US-Dollar anband, nachdem die Vereinigten Staaten den Goldstandard aufgegeben hatten. Einfachheitshalber wird unterstellt, dass der Wechselkurs des Frankens zum US-Dollar bis Ende 1938 auf dem Durchschnitt von 1932 verharrete. Die Wechselkurse gegenüber anderen Währungen (französischer Franken, Reichsmark und britisches Pfund) werden anhand von Kreuzparitäten berechnet.

Eine Grundhypothese für die kontrafaktischen Simulationen besteht darin, dass die Änderung des Währungsregimes unerwartet eintrat und dass das neue Regime von den Marktteilnehmern als glaubwürdig und dauerhaft angesehen wurde.

1.12.2 Simulationen

Eine erste Reihe kontrafaktischer Simulationen der Wirtschaftspolitik fusst auf den oben dargestellten grundlegenden Parametern von McCallum-Nelson. Insbesondere wird für die Preiselastizitäten der Export- und Importnachfrage 0,33 eingesetzt, während die entsprechenden Einkommenselastizitäten auf 1 festgelegt werden. Der Erfolg einer Abwertung zu einem früheren Zeitpunkt wäre in hohem Mass von der Preiselastizität der Auslands- und der Importnachfrage abhängig gewesen. Welche empirische Relevanz haben die Parameter von McCallum-Nelson für die Schweiz in den 1930er Jahren? Einfache Schätzungen von log-linearen Export- und Importfunktionen (Mengen) mit Daten für die Schweiz und die ausländischen Handelspartner für die Zeit von 1925 bis 1938 mittels der Methode der kleinsten Quadrate (Ordinary Least Square, OLS) ergeben folgende Elastizitäten (Preiselastizitäten beziehen sich auf den realen Wechselkurs gemäss obiger Definition):

Tabelle 1.1
Exportnachfrage: Einkommens- und Preiselastizitäten

	Einkommenselastizität	Preiselastizität
Gold-Block	0,860	0,407
Deutschland	1,863	–2,358
Sterling-Block	–0,835	2,038
Dollar-Block und Rest der Welt	0,882	1,508
Durchschnitt	0,6923	0,399
Handelsgewichteter Durchschnitt	0,757	0,783
Handelsgewichteter Durchschnitt der Koeffizienten mit korrektem Vorzeichen	1,078	1,422

Eine Schätzung der Importnachfragefunktion für dieselbe Periode ergab eine Einkommenselastizität von $-0,15$ und eine Preiselastizität von $-0,30$.

Insgesamt finden sich keine überzeugenden Belege für Elastizitätspessimismus. Im Gegenteil: Während es Hinweise darauf gibt, dass die Exporte in den Gold-Block und nach Deutschland nicht empfindlich auf Änderungen des realen Wechselkurses reagiert hätten, scheinen mehr als 50% der Warenexporte recht preispfindlich gewesen zu sein. Auf handelsgewichteter Basis legen die Resultate nahe, dass die Marshall-Lerner-Bedingung erfüllt und damit eine der Voraussetzungen dafür gegeben war, dass eine Abwertung die Handelsbilanz verbessert hätte. Trotzdem ist die Evidenz angesichts der falschen Vorzeichen einiger Koeffizienten noch dürftig. Die falschen Vorzeichen könnten allerdings die damaligen Umstände widerspiegeln: Deutsch-

land führte 1931 Devisenkontrollen ein. Die negative Preiselastizität könnte hierauf zurückzuführen sein. Aus damaliger Sicht hätten solche Umstände den Nutzen einer früheren Abwertung zwar reduziert, aber nicht vollständig zunichte gemacht.

Eine weitere kontrafaktische Simulation diene sodann der Untersuchung, ob die Lage in Deutschland die Vorteile einer Abwertung vermindert hätte. Dazu wurden die Exporte nach Deutschland im Modell als exogen angenommen und wären somit von einer Abwertung (oder anderen Massnahmen der Schweizer Behörden) nicht betroffen gewesen. Gleichzeitig kamen die geschätzten Elastizitäten zur Anwendung, allerdings mit Ausnahme der Einkommenselastizitäten mit falschem Vorzeichen, für welche die McCallum-Nelson-Werte beibehalten wurden. Preiselastizitäten über 1 wurden halbiert, um konservative Annahmen zu treffen. Wie erwartet, hätte eine frühere Abwertung die Produktion im Vergleich zur tatsächlichen Entwicklung wesentlich erhöht.

Die Schweiz profitierte von beträchtlichen Nettozuflüssen an Devisen und Gold. Bei einem Teil dieser Mittelflüsse muss es sich um Kapitalflüsse gehandelt haben. Eine frühere Abwertung hätte diesen Mittelflüssen entgegengewirkt. Geht man davon aus, dass die SNB auf sterilisierte Devisenmarktinterventionen verzichtet haben würde, wären die Vorteile einer früheren Abwertung über einen Rückgang der Kapitalflüsse durch den Goldautomatismus vermindert worden. Geringere Nettozuflüsse hätten den Zuwachs des Geldangebots beschränkt und somit die Zinsen ansteigen lassen. Höhere Zinsen wiederum hätten sich als Hemmnis für die Binnennachfrage erwiesen. Die Ergebnisse einer kontrafaktischen Simulation mit Bindung an den US-Dollar, in deren Rahmen sich die Gold- und Devisenzuflüsse ab 1933 um 50% vermindert hätten, zeigen, dass die Vorteile einer Abwertung zwar geringer, aber immer noch beträchtlich gewesen wären (Grafik 1.11).

Wie eine Analyse der Robustheit der Resultate nahe legt, hätte nur eine Kombination sehr geringer Preiselastizitäten der Exportnachfrage und sehr starker gegenläufiger Effekte auf die Devisen- bzw. Goldzuflüsse die Vorteile einer früheren Abwertung für die Produktion dermassen reduziert, dass ein solcher Entscheid kontraproduktiv gewesen wäre.

1.13 Anhang II: Anwendung der Taylor-Regel

1.13.1 Theorie

Die ursprüngliche Taylor-Regel ist in Gleichung (1) dargestellt,

$$(1) r = \pi + qy + h(\pi - \pi^*) + r^f$$

wobei r für den kurzfristigen (geldpolitischen) Zinssatz steht, π die Inflation und y die Abweichung des realen Outputs vom Trend, π^* die Zielgrösse für die Inflation und r^f den realen Gleichgewichtszinssatz darstellen. q und h bezeichnen die Reaktionen des (geldpolitischen) Zinssatzes auf Schwankungen in der Realwirtschaft und auf die Inflation. Laut Taylor sollten sowohl q als auch h positiv sein. Im Fall des ersten Koeffizienten (q) würde die Output-Lücke eine Straffung der Geldpolitik erfordern; der zweite (h) sollte nicht negativ sein, da sonst der Zinssatz bei zunehmender Inflation fallen anstatt steigen würde.¹⁴⁶

Der Ansatz von Taylor wird auf die Schweiz für die Zeit von 1914 bis 1945 angewendet. Damals befolgte die Nationalbank zwei unterschiedliche geldpolitische Regime: Von 1925 bis 1936 hielt sie sich an den Goldstandard, und von 1914 bis 1925 sowie von 1936 bis 1945 betrieb sie eine von Ermessensentscheiden geprägte diskretionäre Geldpolitik. Im Rahmen des Goldstandards wäre die kurzfristige Reaktion der Zinsen auf die Inflation positiv und widerspiegelte die Wirkung des Preismechanismus in Verbindung mit dem Goldautomatismus. Wenn die Zentralbank die Spielregeln einhält, um den Anpassungsmechanismus zu beschleunigen, fällt der Koeffizient grösser aus. Im Rahmen des Goldstandards sollte der Zins sich auch erhöhen, wenn die Geldnachfrage infolge eines steigenden Outputs zunimmt oder wenn sich das Handelsbilanzdefizit vergrössert. Bei einer von Ermessensentscheiden geprägten diskretionären Geldpolitik sähe die Zentralbank Gleichung (1) als Reaktionsfunktion auf die Änderung zweier möglicher makroökonomischer Hauptziele – Preis- und Output-Stabilität – an.

Methodisch geht es um zweierlei. Zum einen werden Taylor-Regeln für die Schweiz für die Zeit von 1914 bis 1945 unter Verwendung der verfügbaren Daten geschätzt; zum anderen wird die Geldpolitik beurteilt durch einen Vergleich der effektiven Zinssätze jener Zeit mit den Zinssätzen, die sich anhand der SNB-eigenen Version der Taylor-Regel ergeben, wenn sie auf die historischen Daten angewendet wird.

¹⁴⁶ Taylor (1999), S.236.

1.13.2 Schätzung einer Taylor-Regel für die Schweiz von 1914 bis 1945

Der Ansatz zur Schätzung einer Taylor-Regel für die Schweiz folgt Romer und Romer, die eine analoge Untersuchung für die Geldpolitik des Federal Reserve System in den 1950er Jahren durchführten.¹⁴⁷ Sie schätzten eine vorausschauende Taylor-Regel gemäss Clarida, Gali und Gertler¹⁴⁸, wonach das Federal Reserve Board den Satz für die Federal Funds in Reaktion auf die Inflation und die Abweichung des Outputs vom Trend festlegt. Es handelt sich um eine vorausschauende Regel, weil angenommen wird, dass das Federal Reserve Board auf Erwartungen über den künftigen Verlauf der Variablen reagiert.

Die folgende Gleichung wird anhand von Daten über den Zeitraum von 1914 bis 1945 geschätzt:

$$(2) \quad i_t = \alpha + \beta E_t \pi_{t+1} + \gamma E_t (Y - \bar{Y})_{t+1}$$

wobei i_t den offiziellen Diskontsatz, π_t die Inflation gemäss KPI und $(Y - \bar{Y})$ die Abweichung des Logarithmus des realen BIP von seinem mit einem Hodrick-Prescott-Filter (HP) geglätteten Trend darstellen. Die gleichen Regressionen mit dem Lombardsatz als relevantem geldpolitischem Zinssatz ergaben (hier nicht dargestellte) Resultate, welche den mit dem offiziellen Diskontsatz berechneten recht ähnlich sind. Die Gleichungen wurden anhand einer Regression mit Instrumentvariablen geschätzt. Folgende Instrumente kamen zur Anwendung: die zeitgleichen sowie die um bis zu zwei Perioden verzögerten Inflationsraten und die zeitgleichen Abweichungen des Outputs.

Tabelle 1.2 zeigt die Quartalsergebnisse. Die Daten sind in die drei Perioden der Geldpolitik gegliedert: A: 1914.1–1925.1, als die Schweiz die Regeln des Goldstandards nicht befolgte; B: 1925.2–1936.3 nach der Rückkehr zum Goldstandard; C: 1936.4–1945.4, nachdem die Schweiz den Franken abgewertet hatte und den Kurs schwanken liess.

Um einen Vergleich mit den historischen Daten zu ermöglichen, wird Gleichung (2) auch mit neueren Daten der SNB für die Periode 1980.3–2004.3 geschätzt.¹⁴⁹

Tabelle 1.2 zeigt, dass die Inflations- und Outputkoeffizienten sehr gering sind und nur in der mittleren Periode (1925 bis 1936) signifikant ausfallen, als die Schweiz den Regeln des Goldstandards folgte.¹⁵⁰ Diese Ergebnisse sind den

147 Romer und Romer (2002).

148 Clarida, Gali und Gertler (2000).

149 Wir danken Frau Katrin Assenmacher von der SNB für diese Regression.

150 Ergebnisse von Rechnungen, welche Abweichungen des Preisniveaus vom Trend als alternativen Regressor verwenden, fallen etwa ähnlich aus.

Tabelle 1.2

Vorausschauende Taylor-Regel bei Verwendung von Quartalsdaten für die Inflation und den offiziellen Diskontsatz

A: 1914.1–1925.1

	Koeffizienten	Standardabweichungen	P-Werte
Konstante	4,315	0,115	0,000
Inflation	0,008	0,007	0,262
Output	0,003	0,011	0,780

B: 1925.2–1936.3

	Koeffizienten	Standardabweichungen	P-Werte
Konstante	2,906	0,093	0,000
Inflation	0,063	0,025	0,017
Output	0,057	0,012	0,000

C: 1936.4–1945.4

	Koeffizienten	Standardabweichungen	P-Werte
Konstante	1,515	0,017	0,000
Inflation	–0,001	0,001	0,416
Output	–0,001	0,001	0,381

Tabelle 1.3

Vorausschauende Taylor-Regel bei Verwendung von Quartalszahlen für Inflation und Libor

1980.3–2004.3

	Koeffizienten	Standardabweichungen	P-Werte
Konstante	1,123	0,404	0,006
Inflation	1,290	0,190	0,000
Output	0,190	0,208	0,362

Resultaten von John Taylor sehr ähnlich.¹⁵¹ Er zeigt, dass die Koeffizienten für Inflation und Output-Lücke nur ein Bruchteil dessen sind, was er für die Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg errechnete¹⁵², und interpretiert sein Ergebnis dahingehend, dass die Verantwortungsträger für die Geldpolitik der USA

¹⁵¹ Taylor (1999).

¹⁵² Taylor (1999), Tabelle 7.1, S. 330.

in der historischen Periode deutlich weniger auf Bewegungen von Inflation und realer Wirtschaftsaktivität reagierten als ihre Nachfolger. Die Ergebnisse für die Schweiz können analog interpretiert werden, wie der Vergleich mit Tabelle 1.3 zeigt.

Im Rahmen eines alternativen Ansatzes wurde ein Ordered Probit-Modell für die Taylor-Regel nach der Methode von Dueker geschätzt.¹⁵³ Es berücksichtigt, dass der für die Geldpolitik der SNB relevante Zinssatz im Betrachtungszeitraum nur sehr selten geändert wurde. Die Ergebnisse sind denen in Tabelle 1.2 sehr ähnlich. Die Reaktionen des offiziellen Diskontsatzes auf Bewegungen von Inflation und Output-Lücke lagen unter 0,10.

1.13.3 Ex-post Evaluation der Geldpolitik der SNB von 1914 bis 1945

Taylor verwendete seine ursprüngliche Regel¹⁵⁴, die er zur Beschreibung der Geldpolitik des Federal Reserve Board in den 1980er Jahren entwickelt hatte, auch zur Evaluation der Geldpolitik in früheren Zeiten.¹⁵⁵ Mit den gleichen Parametern wie in der Originalregel berechnete er einen Taylor-Zins für die Jahre 1880 bis 1914 sowie 1955 bis 1997 und verglich die Ergebnisse mit den unter den beiden Regimen effektiv beobachteten Zinssätzen.¹⁵⁶ Die Differenz zwischen den beiden Zinssätzen stellt einen Ex-post-Indikator für den Erfolg der Geldpolitik dar.

Die Untersuchung für die Schweiz beginnt mit einer einfachen Variante der von der Nationalbank für die Zeit von 1980 bis 2004 berechneten Taylor-Regel, mit welcher die Taylor-Zinssätze für die Periode 1914 bis 1945 ermittelt werden. Die SNB arbeitet mit folgender Regel (2005):

$$(3) \quad i_t = r + \pi_t + 0,5 (\pi - \pi^*)_t + 0,5 (y - y^*)_{t-1}$$

wobei die Gewichte jeweils – wie von Taylor ursprünglich empfohlen – auf 0,5 angesetzt werden.¹⁵⁷ Die Nationalbank unterstellt ein Inflationsziel (KPI) von 1% und legt den realen Zinssatz r auf 1,4% fest, was dem Durchschnittswachstum des HP-gefilterten realen BIP von 1980 bis 2004 entspricht. Der Wachstumstrend des Outputs zur Berechnung der Output-Lücke wird mit einem HP-Filter generiert, dessen Glättungsfaktor λ 3200 beträgt. Grafik 1.13a zeigt das Resultat der Anwendung der Taylor-Regel der SNB auf den

153 Dueker (1999).

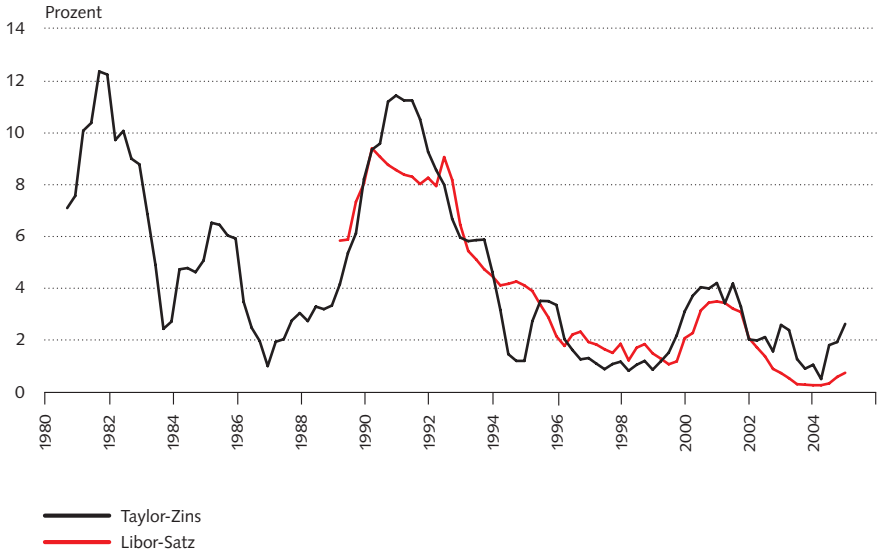
154 Taylor (1993).

155 Taylor (1999).

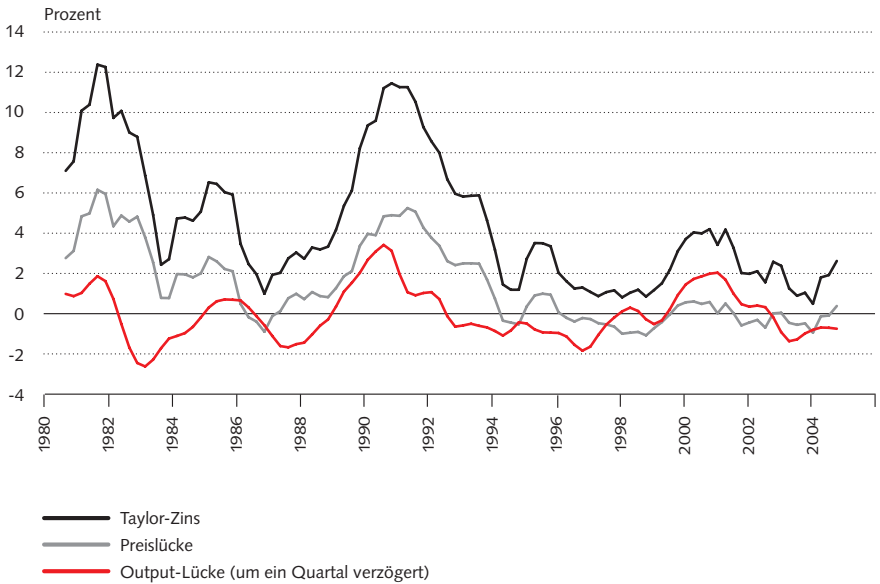
156 Orphanides (2003) nahm ähnliche Berechnungen für die Vereinigten Staaten während der Zwischenkriegszeit vor.

157 Taylor (1993).

Grafik 1.13a
Taylor-Zinssatz und Liborsatz 1980–2004



Grafik 1.13b
Komponenten des Taylor-Zinses 1980–2004



Quelle: SNB, Monatsbericht bzw. Statistisches Monatsheft (verschiedene Jahre) sowie eigene Berechnungen.

Dreimonatslibor von 1980 bis 2004.¹⁵⁸ Grafik 1.13b gibt die Komponenten des Taylor-Zinses wieder.

Diese Berechnung wird mit Quartalsdaten und den gleichen Gewichten wie in Gleichung (3) auf die Jahre 1914 bis 1945 übertragen. Ein HP-Filter dient zur Messung des Inflationstrends und des Wachstumstrends, wobei das reale BIP durch die industrielle Produktion ersetzt wird, da für den zu untersuchenden Zeitraum keine BIP-Daten zur Verfügung stehen. Die Inflation wird anhand des KPI gemessen. Grafik 1.12a zeigt den Taylor-Zins im Vergleich mit dem offiziellen Diskontsatz für 1914 bis 1945 und Grafik 1.12b die Werte für Inflation und Output-Lücke, welche in die Berechnung des Taylor-Zinses für die Zeit von 1914 bis 1945 einfließen.

158 Die SNB hat zudem acht weitere Varianten ihrer Regel berechnet, wobei andere Methoden für die Berechnung der Output-Lücke und der Inflation verwendet wurden.

Quellen

Bericht Bretton Woods (1944), B [Walter Bosshard], Bericht über die Finanz- und Währungskonferenz von Bretton Woods, N. H., 1.–23. Juli 1944, Vertraulich und nicht zur Veröffentlichung bestimmt, New York, 3. Aug. 1944, in: Schweizerische Gesandtschaft in den USA an das EPD, Washington 7.8.1944, BAR E 2001 (D)-/e, Bd. 499.

BoE, Ausländische Gelder in der Schweiz (1930), Foreign Money in Switzerland, Memorandum by Conolly, 5 August, BEA OV 63/1.

BoE, Bachmann an Norman (1927), Letter from G. Bachmann to M. Norman, 14 October, BEA OV 63/21.

BoE, Bachmann an Siepman (1931), Letter from G. Bachmann to H. A. Siepman [Bank of England], 19 September, BEA OV 63/23.

BoE, Gespräch mit Pfenninger (1936), Note of a conversation with R. Pfenninger [personal assistant to Bachmann], 12 October, C.A.G. [Gunston], BEA OV 63/2.

BoE, Gespräch mit Schnyder (1936), Note of a conversation with M. Schnyder von Wartensee by D. F. C. [Conolly], 12 May, BEA OV 63/24.

BoE, Gesprächsnotiz Dr. Weber (1931), Note of a conversation with Dr. Weber of the Swiss National Bank on Tuesday, 11 August, BEA OV 63/23.

BoE, Golay an Niemeyer (1936), Letter from M. Golay, General Manager, Swiss Bank Corporation, to Sir Otto Niemeyer, London, 2 October, BEA OV 63/2.

BoE, Information über die SNB (1935), Information obtained from Dr. Pfenninger [personal assistant to Bachmann] about Swiss National Bank, Memorandum, 29 October, BEA OV 63/24.

BoE, Norman an Bachmann (1929), Letter from M. Norman to G. Bachmann, 11 November, BEA OV 63/1.

BoE, Präsidium der SNB (1937), Swiss National Bank: presidency and other posts, Memorandum by V. Gautier [Deputy Head of Department I], 29 November, BEA OV 63/24.

BoE, Siepman an Bachmann (1933), Letter from H. A. Siepman to G. Bachmann, 18 August, BEA OV 63/23.

SNB, Abgang Frankreichs von der Goldwährung (1935), Anregungen des Vorstehers des II. Departements an das Direktorium für den Fall des Abgangs Frankreichs von der Goldwährung, 31. Mai, SNBA.

SNB an Bundesrat (1936), Schreiben der SNB an den Bundesrat betreffend Besprechung mit der Finanzdelegation vom 2. Juni, 16. Juni, SNBA.

SNB an den Vorsteher EFD (1937), Schreiben der SNB an den Vorsteher des Eidg. Finanz- und Zolldepartements, 1. Juli, SNBA.

SNB an Eidg. Volkswirtschaftsdepartement (1936), Schreiben der SNB an den Vorsteher des Eidg. Volkswirtschaftsdepartements betreffend Währungsproblem, 2. April, SNBA.

SNB, Bankenkonferenz (1931), Notiz über die Bankenkonferenz vom 7. August, SNBA.

SNB, Die Diskontpolitik der Bank (1924), Vorlage des Direktoriums an den Bankausschuss Nr. 18, 24. Januar/14. Februar, SNBA.

SNB, Fragen der Abwertung (1936), Notiz vom 5. Juni, SNBA.

SNB, Krise Wirtschaft und Banken (1932), Beeinflussung der Zahlungsbilanz, Goldstandardfrage, Bericht vom 3. März, SNBA.

SNB, Kritik an SNB (1924), Bericht des Direktoriums über die seitens des Chefs des Eidg. Finanzdepartements im Nationalrat an der Tätigkeit der Nationalbank geübte Kritik, Vorlage des Direktoriums an den Bankausschuss Nr. 39, 3. Juli, SNBA.

- SNB, *Monatsbericht* (verschiedene Jahre), Bibliothek SNB Zürich.
- SNB, Notiz von Charles Schnyder (1936), Notiz an das Direktorium [Ersuchen um Standortbestimmung], 21. April, SNBA.
- SNB, Protokoll des Bankausschusses (verschiedene Jahre), SNBA.
- SNB, Protokoll des Bankrates (1924), deutsche Version, SNBA.
- SNB, Protokoll des Direktoriums (verschiedene Jahre), SNBA.
- SNB, Protokoll der Generalversammlung (verschiedene Jahre), Protokoll der [...] ordentlichen Generalversammlung der Aktionäre der SNB vom [...], SNBA.
- SNB, Sarasin an Usteri (1924), Schreiben von A. Sarasin, Basel, an P. Usteri zuhanden des Bankausschusses und des Direktoriums der SNB, unnummerierte Vorlage des Direktoriums an den Bankrat, September, SNBA.
- SNB, *Statistisches Monatsheft* (verschiedene Jahre), Bibliothek SNB Zürich.

Literatur

- Allgoewer, E. (2003), *Gold Standard and Gold Standard Mentality in Switzerland*, Habilitationsschrift, Manuskript, St. Gallen.
- Andrist, F., R. G. Anderson und M. M. Williams (2000), Real Output in Switzerland: New Estimates for 1914–47, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 82 (3), S. 43–70.
- Arlettaz, G. (1982), Crise et déflation: Le primat des intérêts financiers en Suisse au début des années 1930, *Relations internationales*, 30, S. 159–175.
- Bagehot, W. (1873), *Lombard Street: A description of the money market*, London: King, 14th edition (1915), London: Murray.
- Bänziger, H. (1986), *Die Entwicklung der Bankenaufsicht in der Schweiz seit dem 19. Jahrhundert*, Bern: Haupt.
- Baumann, J. (2004), *Bundesintervention in der Bankenkrise 1931–1937*, Dissertation, Manuskript, Zürich.
- Baumann, J. und P. Halbeisen (1999), *Die Internationalisierung des Finanzplatzes Schweiz und ihre Folgen für die Währungspolitik: Konsens und Konflikte zwischen der Nationalbank und den Geschäftsbanken 1919–1933*, Manuskript, [s.l.].
- Bebié, R. (1939), *Die Abwertung des Schweizerfrankens: Ursachen, Durchführung und erste Auswirkungen*, Zürich: Waldgarten.
- Bernanke, B. und H. James (1991), The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison, in: R. G. Hubbard (Hrsg.), *Financial Markets and Financial Crisis*, Chicago: Chicago University Press, S. 33–68.
- Böhler, E. und P. Keller (1935), *Krisenbekämpfung: Ergebnisse der Krisenpolitik des Auslandes: Grundlagen eines positiven Programms für die Schweiz*, Zürich: Rüegg.
- Borchardt, K. (1976), Währung und Wirtschaft 1876–1914, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), *Währung und Wirtschaft in Deutschland, 1876–1975*, Frankfurt am Main: Knapp.
- Bordo, M. D. (1984), The Gold Standard: The Traditional Approach, in: M. D. Bordo und A. J. Schwartz (Hrsg.), *A Retrospective on the Classical Gold Standard: 1821–1931*, Chicago: University of Chicago Press, S. 23–113.
- Bordo, M. D. und H. James (2002), Haberler versus Nurkse: The Case for Floating Exchange Rates as an Alternative to Bretton Woods, in: A. Arnon und W. Young (Hrsg.), *The Open Economy Macromodel: Past, Present and Future*, Boston: Kluwer, S. 161–182.

- Bordo, M. D., B. Eichengreen, D. Klingebiel und M. S. Martinez-Peria (2001), Is the Crisis Problem Growing More Severe?, *Economic Policy*, 16 (32), S. 51–82.
- Bouvier, J. (1960), *Le krach de l'Union Générale: 1878–1885*, Paris: Presses universitaires de France.
- Clarida, R., J. Gali und M. Gertler (2000), Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory, *Quarterly Journal of Economics*, 115 (1), S. 147–180.
- Crettol, V. und P. Halbeisen (1999), *Die währungspolitischen Hintergründe der Goldtransaktionen der Schweizerischen Nationalbank im Zweiten Weltkrieg*, Sonderdruck, Zürich: SNB.
- David, T. (1995), Un indice de la production industrielle de la Suisse durant l'entre-deux-guerres, *Schweizerische Zeitschrift für Geschichte*, 45 (1), S. 109–130.
- Deutsche Reichsbank (1910), *The Reichsbank 1876–1900*, Washington DC: Government Printing Office.
- Diplomatische Dokumente der Schweiz 1848–1945* (1992), Nationale Kommission für die Veröffentlichung diplomatischer Dokumente der Schweiz (Hrsg.), Bd. 15 (1943–1945), préparé sous la direction de P. Marguerat et L.-E. Roulet par R. Blättler, C. Krüttli-Tüscher, M. Perrenoud, Bern: Benteli.
- Dueker, M. (1999), Measuring Monetary Policy Inertia in Target Fed Funds Rate Changes, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 81 (5), S. 3–9.
- Ehksam, P. (1985), Die Bankenkrise der 30er Jahre in der Schweiz, in: Eidgenössische Bankenkommision (Hrsg.), *50 Jahre Eidgenössische Bankenaufsicht*, Zürich: Schulthess, S. 83–118.
- Eichengreen, B. und J. Sachs, (1985), Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s, *Journal of Economic History*, 45 (4), S. 925–946.
- Eichengreen, B. und P. Temin (2000), The Gold Standard and the Great Depression, *Contemporary European History*, 9 (2), S. 183–207.
- Frech, S. (2001), *Clearing: Der Zahlungsverkehr der Schweiz mit den Achsenmächten*, Bd. 3 der Veröffentlichungen der Unabhängigen Expertenkommission Schweiz – Zweiter Weltkrieg, Zürich: Chronos.
- Friedman, M. und A. J. Schwartz (1963), *A monetary history of the United States, 1867–1960*, Princeton NJ: Princeton University Press.
- Fuhrer, J. C. und G. R. Moore (1995), Monetary Policy Trade-offs and the Correlation between Nominal Interest Rates and Real Output, *American Economic Review*, 85 (1), S. 219–239.
- Global Financial Database, www.globalfinancialdata.com.
- Grossen, J.-M. (2001), Transactions germano-suisse sur l'or pendant la Seconde Guerre mondiale, in: UEK (Hrsg.): *Die Schweiz, der Nationalsozialismus und das Recht*, Bd. 18 der Veröffentlichungen der Unabhängigen Expertenkommission Schweiz – Zweiter Weltkrieg, S. 127–215, Zürich: Chronos.
- Haberler, G. von (1937), *Prosperity and Depression: A Theoretical Analysis of Cyclical Movements*, Geneva: League of Nations.
- Halbeisen, P. (1998), Bankenkrise und Bankengesetzgebung in: S. Guex (Hrsg.), *Krisen und Stabilisierung: Die Schweiz in der Zwischenkriegszeit*, Zürich: Chronos, S. 61–79.
- Halbeisen, P. (2005), Goldstandard oder «manipulierte Währung»? Partikularinteressen und Währungspolitik in den 1930er-Jahren, *Traverse*, 12 (1), S. 169–176.
- Halbeisen, P. (2007), Open Financial Markets in Switzerland and their Impact on Monetary and Financial Policy, in: M. Müller und T. Myllyntaus (Hrsg.), *Pathbreakers: Small European Countries Responding to Globalisation and Deglobalisation*, Bern [etc.]: Lang.

- Halbeisen, P. und M. Müller (1998), Die schrittweise Nationalisierung des Geldes: Von der Einführung der Schweizer Währung (Münzreform 1848) zur nationalen Kontrolle des Geldwesens (Gründung der Nationalbank 1907), in: A. Mosser (Hrsg.), *Österreichs Weg zum Euro: Aspekte – Perspektiven – Handlungsräume*, Veröffentlichungen der Österreichischen Gesellschaft für Unternehmensgeschichte, 20, Wien, S. 63–86.
- Heer, M. (1937), *Die Abwertung des Schweizer Frankens*, [s.l.: s.n.].
- Historische Statistik der Schweiz* (1996), herausgegeben von H. Ritzmann-Blickenstorfer unter der Leitung von H. Siegenthaler, Zürich: Chronos.
- Holtfrerich, C.-L. (1986), *Die deutsche Inflation 1914–1923: Ursachen und Folgen in internationaler Perspektive*, Berlin [etc.]: De Gruyter.
- James, H. (2001), *The End of Globalization: Lessons from the Great Depression*, Cambridge MA: Harvard University Press, 2001.
- Jaquemets, G. (1974), *Der Abwertungsgewinn der Schweizerischen Nationalbank aus dem Jahre 1936*, Manuskript, [s.l.].
- Jung, J. (Hrsg.) (2001), *Zwischen Bundeshaus und Paradeplatz: Die Banken der Credit Suisse Group im Zweiten Weltkrieg: Studien und Materialien*, Zürich: Verlag Neue Zürcher Zeitung.
- Kellenberger, E. (1937), Die offizielle Währungspolitik der Schweiz, *Zeitschrift für Schweizerische Statistik und Volkswirtschaft*, 73, S. 309–320.
- Kundert, H. (1907), *Was bringt uns die Nationalbank?*, Wirtschaftliche Publikationen der Zürcher Handelskammer, 5, Zürich: Bopp.
- Laidler, D. (1984), Misconceptions about the Real-Bills Doctrine: A Comment, *Journal of Political Economy*, 92 (1), S. 149–155.
- Lotz, W. (1881) Diskonto und Diskontopolitik, in J. Conrad et al. (Hrsg.) *Handwörterbuch der Staatswissenschaft*, Jena: Fischer, Bd. 2, S. 932–943.
- Lotz, W. (1976), *Geschichte und Kritik des deutschen Bankgesetzes vom 14. März 1875*, Glashütten im Taunus: Auvermann, (Neuaufgabe).
- Maissen, T. (2001), Die Raubgoldproblematik 1933–1945, in: J. Jung (Hrsg.), *Zwischen Bundeshaus und Paradeplatz: Die Banken der Credit Suisse Group im Zweiten Weltkrieg: Studien und Materialien*, Zürich: Verlag Neue Zürcher Zeitung.
- McCallum, B. T. und E. Nelson (2001), Monetary Policy for an Open Economy: An Alternative Framework with Optimizing Agents and Sticky Prices, *NBER Working Paper Series*, 8175.
- Meltzer, A. H. (2004), *A history of the Federal Reserve*, Bd. 1, Chicago: University of Chicago Press.
- Mints, L. W. (1945), *A history of banking theory in Great Britain and the United States*, Chicago: University of Chicago Press.
- Mitchell, B. R. (1976), *European Historical Statistics: 1750–1970*, New York: Columbia University Press.
- Müller, M. (2002), Coping with barriers to trade: internationalisation strategies of Swiss firms in the interwar period, in: H. Bonin, Y. Lung und S. Tolliday (Hrsg.), *Transnational Companies: 19th–20th Centuries*, Paris: Plage S. 239–254.
- Müller, P. (2003), La bataille pour le franc. La Suisse entre déflation et dévaluation (1931–1936), in: P. Müller, I. Paccaud und J. M. Schaufelbuehl (Hrsg.), *Franc suisse, finance et commerce: Politique monétaire helvétique 1931–1936? Les relations de la Suisse avec l'Angleterre (1940–1944) et la France (1944–1949)*, Lausanne: Antipodes, S. 7–145.
- Neldner, M. (2003), Competition Necessarily Tends to Produce Excess: The Experience of Free Banking in Switzerland, *German Economic Review*, 4 (3), S. 389–408.

- Orphanides, A. (2003), Historical Monetary Policy Analysis and the Taylor Rule, *Journal of Monetary Economics*, 50 (5), S. 983–1022.
- Palyi, M. (1934), *Monetary chaos and gold; an address on the European monetary problem before the Chicago council on foreign relations*, Chicago: The University of Chicago Press.
- Perrenoud, M., R. López, F. Adank, J. Baumann, A. Cortat und S. Peters (2002), *La place financière et les banques suisses à l'époque du national-socialisme: les relations des grandes banques avec l'Allemagne (1931–1946)*, Bd. 13 der Veröffentlichungen der Unabhängigen Expertenkommission Schweiz – Zweiter Weltkrieg, Lausanne [etc.]: Payot [etc.].
- Picard, J. (1994), *Die Schweiz und die Juden 1933–1945: Schweizerischer Antisemitismus, jüdische Abwehr und internationale Migrations- und Flüchtlingspolitik*, Zürich: Chronos.
- Plessis, A. (1982), *La Banque de France et ses deux cents actionnaires sous le Second Empire*, Genève: Droz.
- Redish, A. (2000), *Bimetallism: An economic and historical analysis*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Ritzmann, F. (1964), Die Entwicklung des schweizerischen Bank- und Kreditsystems, in: *Ein Jahrhundert schweizerischer Wirtschaftsentwicklung*, Festschrift zum hundertjährigen Bestehen der Schweizerischen Gesellschaft für Statistik und Volkswirtschaft, 1864–1964, Bern: Stämpfli.
- Ritzmann, F. (1973), *Die Schweizer Banken: Geschichte, Theorie, Statistik*, Bern: Haupt.
- Romer, C. und D. Romer (2002). A Rehabilitation of Monetary Policy in the 1950s, *NBER Working Paper Series*, 8800.
- Rossy, P. und R. Reimann (1936), *Commentaire de la loi fédérale du 8 novembre 1934 sur les banques et les caisses d'épargne*, Zürich: Editions polygraphiques.
- Ruoss, E. (1992), *Die Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank 1907–1929: Grundlagen, Ziele und Instrumente*, Dissertation, Zürich [s.n.].
- Sargent, T. J. und N. Wallace (1982), The Real-Bills Doctrine versus the Quantity Theory of Money, A Reconsideration, *Journal of Political Economy*, 90 (6), S. 1212–1236.
- Sayers, R. S. (1957), *Central banking after Bagehot*, Oxford: Clarendon Press.
- Sayers, R. S. (1976), *The Bank of England 1891–1944*, Cambridge: Cambridge University Press.
- SNB (1932), *Schweizerische Nationalbank 1907–1932*, [Zürich: SNB].
- SNB (1944), *Statistisches Handbuch des schweizerischen Geld- und Kapitalmarktes*, Mitteilungen der Volkswirtschaftlichen und Statistischen Abteilung der Schweizerischen Nationalbank, 26, Zürich: Schulthess.
- SNB (1957), *Schweizerische Nationalbank 1907–1957*, [Zürich: SNB].
- Statistisches Jahrbuch der Schweiz* (verschiedene Jahre), Bern: Eidg. Statistisches Amt.
- Tanner, J. (2000), Goldparität im Gotthardstaat: Nationale Mythen und die Stabilität des Schweizer Frankens in den 1930er und 40er Jahren, *Studien und Quellen des Schweizerischen Bundesarchivs*, 26, S. 250–280.
- Tanner, J. (2003), Bretton Woods and the European neutrals, 1944–1973, in: M. Flandreau, C.-L. Holtfrerich und H. James (Hrsg.), *International financial history in the twentieth century: System and anarchy*, Cambridge [etc.]: Cambridge University Press, S. 153–167.
- Taylor, J. B. (1993), Discretion versus policy rules in practice, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, S. 195–214.
- Taylor, J. B. (1999), A Historical Analysis of Monetary Policy Rules, in: J. B. Taylor (Hrsg.) *Monetary Policy Rules*, Chicago: University of Chicago Press, S. 319–347.

- UEK (1998), Unabhängige Expertenkommission Schweiz – Zweiter Weltkrieg, *Die Schweiz und die Goldtransaktionen im Zweiten Weltkrieg*, Zwischenbericht, Bern: EDMZ.
- UEK (2002a), Unabhängige Expertenkommission Schweiz – Zweiter Weltkrieg, *Die Schweiz und die Goldtransaktionen im Zweiten Weltkrieg*, Bd. 16 der Veröffentlichungen der UEK, Zürich: Chronos.
- UEK (2002b), Unabhängige Expertenkommission Schweiz – Zweiter Weltkrieg, *Die Schweiz, der Nationalsozialismus und der Zweite Weltkrieg*, Schlussbericht, Zürich: Pendo.
- Wagner, A. (1866), Diskonto und Diskontobanken, in: H. Rentsch (Hrsg.), *Handwörterbuch der Volkswirtschaftslehre*, Leipzig: Mayer.
- Weber, E. J. (1992), Free Banking in Switzerland After the Liberal Revolutions in the Nineteenth Century, in: K. Dowd (Hrsg.), *The Experience of Free Banking*, London: Routledge, S. 187–205.
- Weisskopf, E. (1948), *Das schweizerische Münzwesen von seinen Anfängen bis zur Gegenwart*, Bern: Francke.
- Wetter, E. (1918), *Bankkrisen und Bankkatastrophen der letzten Jahre in der Schweiz*, Zürich: Orell Füssli.
- Wilkins, M. (1999), Swiss Investments in the United States 1914–1945, in: S. Guex (Hrsg.), *La Suisse et les grandes puissances, 1914–1945: relations économiques avec les Etats-Unis, la Grande-Bretagne, l'Allemagne et la France*, Genève: Droz.
- Wolff, S. (1942), Das Gold in der Kriegswirtschaft, *Neue Zürcher Zeitung* Nr. 1291 vom 16. August, S. 4.
- Zimmermann, R. (1987), *Volksbank oder Aktienbank? Parlamentsdebatten, Referendum und zunehmende Verbandsmacht beim Streit um die Nationalbankgründung 1891–1905*, Zürich: Chronos.
- Zurlinden, M. (2003), Goldstandard, Deflation und Depression: Die schweizerische Volkswirtschaft in der Weltwirtschaftskrise, *Quartalsheft SNB*, 21 (2), S. 86–116.

2 Die Nationalbank 1945–1982: Von der Devisenbann-Wirtschaft zur Geldmengen- steuerung bei flexiblen Wechselkursen¹

PETER BERNHOLZ

2.1 Einleitung

Die Schweizerische Nationalbank wurde in dem zu betrachtenden Zeitraum mit wesentlichen Problemen konfrontiert, die im Laufe der Jahrzehnte allmählich zu einer radikalen Umstellung ihrer Politik, ihrer institutionellen Bedeutung, ihres Instrumentariums und des sie bindenden Rechtsrahmens führten. Diese Probleme ergaben sich aus dem Zusammenbruch der nach dem Ersten Weltkrieg wieder errichteten Goldwährung in Folge der Grossen Depression, dem weltweiten Übergang zur Devisenzwangswirtschaft mit bilateral vereinbartem und begrenztem Handels- und Zahlungsverkehr sowie den weiteren Einschränkungen während des Zweiten Weltkriegs, die unter anderem eine Blockierung der schweizerischen Vermögenswerte, auch derjenigen der SNB, in den Vereinigten Staaten und Grossbritannien zur Folge hatten.

In der Nachkriegszeit stellte sich daher auch für die Schweiz die Aufgabe, zu einem freieren Austausch von Waren und Dienstleistungen sowie, damit verbunden, zu einem freieren Zahlungsverkehr zurückzukehren. Dieses Ziel wurde mühsam und schrittweise zunächst mit Hilfe von bilateralen Verträgen und mit der Gewährung von Krediten verfolgt. Als sich jedoch die westeuropäischen Länder unter amerikanischem Druck und mit amerikanischer Unterstützung im Rahmen des Marshallplans 1949 zu einer schrittweisen Rückkehr zu multilateralen Wirtschafts- und Währungsbeziehungen entschlossen und die Europäische Zahlungsunion (EZU) gründeten, erkannte der Bundesrat (die schweizerische Bundesregierung), dass ein Abseitsstehen nicht im Interesse der Schweiz lag. Er entschloss sich daher zu einem Beitritt, obwohl die Schweiz nicht zu den Empfängern der Marshallplanhilfe gehörte.

1 Ich danke Patrick Halbeisen für grosszügige generelle Hilfe, Stefanie Schnyder und Evelyn Ingold für die arbeitsintensive Sammlung und die gekonnte Aufbereitung der in den Tabellen enthaltenen Fakten. Der SNB bin ich für die Ermöglichung eines aufschlussreichen Studiums der sie betreffenden Unterlagen bei der Bank of England in London dankbar. Hans Bär, John Lademann, Kurt Schiltknecht, Günther Schleiminger und Hans Stahel danke ich, dass sie sich für ein Interview zur Verfügung gestellt haben und mir dadurch wertvolle Hintergrundinformationen vermittelten.

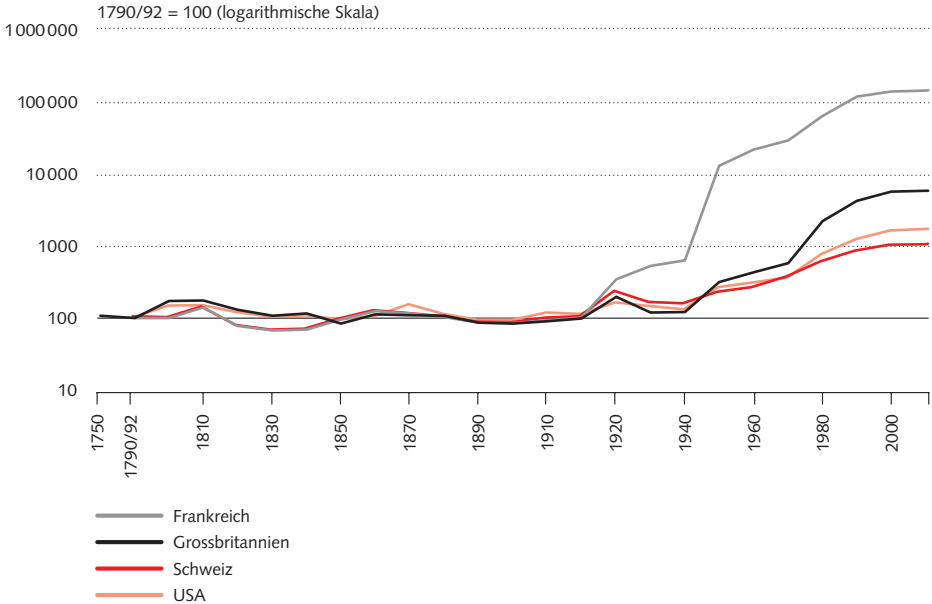
Die EZU schuf die Voraussetzungen für eine weit gehende Liberalisierung des Handels- und Zahlungsverkehrs. Damit wurde der Weg bereitet für den Übergang zum Europäischen Währungsabkommen (EWA) im Jahre 1958. Es ermöglichte die Rückkehr zur Ausländerkonvertierbarkeit, also zum ungehinderten Kauf und Verkauf der wichtigsten Währungen durch Ausländer.

Diese Rückkehr zur Konvertierbarkeit fand im Rahmen des Systems von Bretton Woods statt, das eine abgeschwächte Goldwährung mit festen Wechselkursen darstellte und bei vorübergehenden Zahlungsbilanzschwierigkeiten gewisse Überziehungsmöglichkeiten vorsah. Abgeschwächt deshalb, weil eine Umtauschmöglichkeit von Gold (Goldkonvertierbarkeit) in Dollar (beim amerikanischen Schatzamt) und umgekehrt zum festen Preis von 35 Dollar je Unze (Goldparität) nun nicht mehr für jedermann, sondern nur noch für Währungsbehörden bestand. Obwohl die Schweiz erst 1992 den Institutionen von Bretton Woods beitrug (siehe 6.2), war sie doch über die freie Konvertierbarkeit und das Festkurssystem mit diesen verbunden.

Das System von Bretton Woods brach allerdings bereits ein gutes Jahrzehnt nach dem Übergang zur Konvertierbarkeit zusammen, da insbesondere die Vereinigten Staaten, aber auch andere Länder nicht den Regeln der Goldwährung folgten, sondern stattdessen eine zu expansive Geldpolitik betrieben. Das führte in den Vereinigten Staaten zu Zahlungsbilanzdefiziten und Goldabflüssen und in stabilitätsorientierten Ländern wie der Schweiz und Deutschland zur so genannten importierten Inflation, da nicht kompensierte Devisen- und Goldzuflüsse die Zentralbankgeldmenge zu stark erhöhten. Wegen der Abnahme der amerikanischen Goldreserven beendete Präsident Nixon im August 1971 die begrenzte Goldkonvertierbarkeit, worauf die wichtigsten Länder Anfang 1973 notgedrungen zu einem System flexibler Wechselkurse übergingen. Damit war für die betreffenden Zentralbanken ein entscheidender Machtzuwachs verbunden, da sie erstmals eine unabhängige Geldpolitik betreiben konnten.

Die Nationalbank stellte sich in der Nachkriegszeit den infolge der erwähnten Probleme notwendigen Anpassungen ebenso zögernd wie der Gesetzgeber. Lange hoffte man auf eine Rückkehr zu einer vollwertigen Goldwährung. So war die Aufrechterhaltung des gesetzlich fixierten Preises für Gold in Franken (Goldparität) das wichtigste Leitmotiv für die Politik der SNB bis 1973. Die Beibehaltung der Goldparität führte zu entsprechenden festen Wechselkursen, solange die anderen Länder ihre Parität zum Dollar nicht änderten. Formell wurde die Goldwährung erst durch eine Verfassungsänderung im Jahre 2000 beseitigt (siehe 9.2). In einem gewissen Masse ist diese Haltung der SNB, die von Bund, Politik, Wirtschaft und Wissenschaft

Grafik 2.1

Entwicklung der Lebenshaltungskosten in vier entwickelten Ländern, 1750–2006

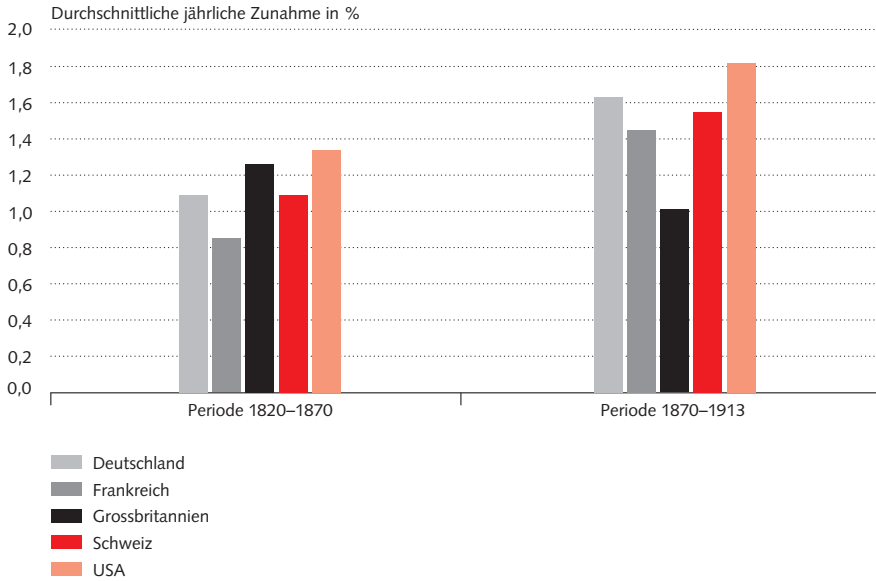
Quelle: Mitchell (1976), IWF (1980 ff.).

lange überwiegend geteilt wurde, verständlich, zumal nach dem Zweiten Weltkrieg mit dem System von Bretton Woods zumindest eine abgeschwächte internationale Goldwährung wieder errichtet werden konnte. Ausserdem waren die Erfahrungen mit der Goldwährung vor 1914 recht positiv gewesen. Sie hatte im Gegensatz zu späteren Währungssystemen langfristige Preisstabilität garantiert und trotzdem ein nachhaltiges Wachstum des Bruttosozialprodukts (BSP) pro Kopf erlaubt (Grafiken 2.1 und 2.2).

Neben der Aufrechterhaltung der Frankenparität, und damit fester Wechselkurse zu den wichtigsten Währungen, bestand das zweite Leitmotiv der Nationalbank darin, die Geldmenge nur im Einklang mit dem Wachstum der Wirtschaft zunehmen zu lassen, so dass eine inflationäre Entwicklung möglichst verhindert wurde. Aber beide Ziele mussten notwendigerweise miteinander in Konflikt geraten und daher zu Schwierigkeiten führen.

Die Schweiz war als neutrales Land relativ unversehrt durch den Zweiten Weltkrieg gekommen und hatte sogar die Konvertierbarkeit des Frankens gegenüber ausländischen Währungen und Gold weit gehend aufrechterhalten können. Da die Goldparität nicht angepasst wurde und der Goldstandard mit seinen Anpassungsmechanismen als Folge der Grossen Depression zusam-

Grafik 2.2

Durchschnittliche jährliche Zunahme des BSP pro Kopf in fünf westlichen Ländern, 1820–1913

Quelle: Maddison (2001), S. 186.

mengebrochen war, ergab sich bei der relativ guten Wirtschaftslage der Schweiz eine Unterbewertung des Frankens. Daraus resultierte eine positive Zahlungsbilanz und damit ein Zufluss von Gold bzw. Devisen bei der Nationalbank. Dem versuchte diese zusammen mit dem Bund durch Abwehrmassnahmen zu begegnen, da der Ankauf von Gold und Devisen zu einer Vermehrung der Zentralbankgeldmenge mit inflationärer Wirkung führte. Diese vom Basler Ökonomen Edgar Salin treffend als Devisenbann-Wirtschaft bezeichneten Massnahmen² umfassten in den 1940er Jahren u. a. eine Spaltung des Dollarmarktes und Exportkontingentierungen. Die Situation in der Schweiz stand in krassem Gegensatz zur Währungslage in den meisten anderen Ländern wie Grossbritannien und Frankreich, in denen bei zu hoch fixierten festen Wechselkursen für die eigene Währung ein Mangel an Gold und Devisen herrschte, der diese Länder veranlasste, eine rigorose Devisenzwangswirtschaft einzuführen.

Die Devisenbann-Wirtschaft wurde in der Schweiz auch nach dem Übergang zur Konvertierbarkeit Ende 1958, ja selbst nach dem Zusammenbruch

² Salin (1964).

des Systems von Bretton Woods und dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen im Jahre 1973 beibehalten. Das Motiv lag nun in dem für flexible Wechselkurse typischen Überschiessen der Kurse im Vergleich zur Kaufkraftparität mit den Partnerländern³, was für die Schweiz meist eine Überbewertung des Frankens bedeutete. Dies war besonders für ein kleines Land wie die Schweiz wegen der grossen Bedeutung der Exportindustrien, deren Güter sich im Ausland verteuerten, unerwünscht. Die Behörden ergriffen daher Abwehrmassnahmen, welche eine Begrenzung des Kapitalzuflusses aus dem Ausland, beispielsweise durch Anlageverbote und Negativzinsen für Guthaben von Devisenausländern in der Schweiz, sowie die Einschränkung der Kreditaufnahme im Ausland umfassten.

Neben der Devisenbann-Wirtschaft, die sich als weitgehend wirkungslos erwies und daher ab 1979 beseitigt wurde, war die schweizerische Geld- und Währungspolitik in den 1960er Jahren durch ihren Beitrag zum Versuch gekennzeichnet, das System von Bretton Woods mit seinen festen Wechselkursen über internationale Kredite zu retten, ganz im Sinne des ersten Leitmotivs, den Wert des Frankens in Gold nicht zu ändern. Das bedeutete eine wesentliche Umstellung der Währungspolitik der SNB, da zuvor nur der Bund als zuständig für die Gewährung internationaler Kredite angesehen worden war. Ein bedeutenderer Einschnitt war die Entwicklung einer eigenständigen Geldmengenpolitik nach dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen, wobei sich, wie erwähnt, bald ein Konflikt zwischen der auf die Preisstabilität ausgerichteten Politik und dem Ziel ergab, die Überbewertung des Frankens in Grenzen zu halten.

Kennzeichnend für die schweizerische Geld- und Währungspolitik wie für die gesamte Wirtschaftspolitik war auch die in anderen Ländern nicht übliche institutionelle Einbindung von Interessengruppen in die Entscheidungsprozesse. Diese schweizerische Eigenart hat vermutlich mit den Besonderheiten des politischen Systems, wie der direkten Demokratie mit Referenden und Volksinitiativen, der Konkordanzregierung (eine Art grosser Koalition), dem Föderalismus und der lange Zeit schwach ausgebauten Bundesverwaltung, zu tun. Bei den Akteuren handelte es sich vor allem um den Vorort (Geschäftsleitung des schweizerischen Handels- und Industrievereins), die Bankiervereinigung, aber auch um die Grossbanken und die Verbände einzelner Branchen wie die der Uhren- und der Textilindustrie. Die Bedeutung nichtstaatlicher Regulierungen in der Geld- und Währungspolitik zeigt sich darin, dass die SNB mit der Bankiervereinigung, den Grossbanken,

3 Für eine historische Analyse des Phänomens: Bernholz (1982).

der Uhren- und Textilindustrie verschiedentlich sogar regelrechte Verträge oder so genannte Gentlemen's Agreements abschloss.

In der Folge wird in Kapitel 2.2 auf die Entwicklung bis zum Ende der EZU und dem Übergang zur Konvertierbarkeit eingegangen. In Kapitel 2.3 folgt die Darstellung der Änderungen der Geld- und Währungspolitik der SNB im Zusammenhang mit dem Versuch, das System von Bretton Woods zu stabilisieren. Schliesslich ist in Kapitel 2.4 auf die Entwicklung der Geldmengenpolitik nach dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen und ihre Wirkung einzugehen.

2.2 Der Weg aus der Isolation und die zögerliche Abschaffung der Devisenbann-Wirtschaft

2.2.1 Die Aussenwirtschaftspolitik

Am Ende des Zweiten Weltkriegs stellten sich der Schweiz erhebliche politische und wirtschaftliche Probleme, obwohl ihr Produktionsapparat unzerstört geblieben war, die Schweizerische Nationalbank reichliche Gold- und Devisenreserven besass und die Konvertierbarkeit des Frankens aufrecht erhalten werden konnte. Dieser war dadurch zu einer international begehrten Währung geworden. Schwierigkeiten ergaben sich einmal durch die Unterbrechung der Handelsbeziehungen mit den durch den Krieg geschädigten europäischen Ländern, zumal der Zusammenbruch Deutschlands die Schweiz ihres wichtigsten Handelspartners beraubt hatte. Dadurch war sie weit gehend von den für die Industrie und die Bevölkerung notwendigen Einfuhren von Rohstoffen und Lebensmitteln abgeschnitten worden. Ausserdem warfen die alliierten Mächte unter Führung der Vereinigten Staaten der Schweiz eine Begünstigung der Kriegsanstrengungen der Achsenmächte, besonders Deutschlands, vor.⁴ Auch die SNB habe durch den Ankauf deutschen Goldes, worunter sich von der Reichsbank unrechtmässig angeeignetes befunden habe, Deutschland Vorschub geleistet. Bereits vor dem Eintritt der Vereinigten Staaten in den Krieg hatten diese alle in ihrem Land befindlichen Vermögenswerte nicht nur Deutschlands und Italiens, sondern auch der europäischen Neutralen blockiert. Dazu gehörten auch die Gold- und Devisenreserven der SNB, die nicht nur in den USA, sondern auch in Grossbritannien und in Kanada gesperrt waren. Nach der Befreiung Frankreichs wurden sogar die Bahntransporte von Gütern unterbrochen, welche die Schweiz erworben hatte und die auf der Iberischen Halbinsel lagerten. Für die Politik der Natio-

4 Spahni (1977), S. 25 f. und S. 39 sowie Durrer (1984), S. 172.

nalbank war besonders wichtig, dass die Schweiz bereits während des Kriegs mit den meisten Ländern einen Handelsbilanzüberschuss erzielt hatte. Das brachte einen Zufluss von Gold und Devisen mit sich, der die Zentralbankgeldmenge (Notenbankgeldmenge), bestehend aus Banknotenumlauf und Guthaben der Banken bei der Zentralbank, erhöhte, was die Inflation begünstigte. Ein Überschuss der Handelsbilanz bestand auch mit den Vereinigten Staaten. Die entsprechenden Dollarguthaben waren von der SNB in Gold umgetauscht worden, konnten jedoch nicht zum Kauf von Waren ausserhalb der Vereinigten Staaten verwendet werden, weil sie ja blockiert waren. Dennoch musste die Nationalbank den Exporteuren, um sie nicht in Konkurs geraten zu lassen, für die im Warenverkehr mit den Vereinigten Staaten erzielten Dollarerlöse Franken auszahlen, was die Zentralbankgeldmenge erhöhte.⁵

Unter diesen Umständen musste es die Aufgabe von Bund und SNB sein, möglichst rasch und weit gehend eine Normalisierung der aussenwirtschaftlichen Beziehungen zu erreichen. Voraussetzung für die Aufhebung der Blockierung der Auslandguthaben durch die westlichen Alliierten war das Washingtoner Abkommen von 1946. Allerdings zog sich dessen Ausführung mehrere Jahre hin, da die Alliierten die «Zertifizierung» aller Auslandvermögen verlangten, um das vermutete Feindvermögen vollständig für die Enteignung auszuscheiden. Auch hatte die Schweiz 250 Mio. Franken an die Alliierten zu zahlen, um diese zum Abschluss des Abkommens zu bewegen. Auf diese Zahlung wird weiter unten zurückzukommen sein, da sich die SNB daran beteiligen musste, was ihr Verhältnis zum Bund nicht unberührt liess.

Die Massnahmen und Abkommen der Schweiz zur Überwindung ihrer handelspolitischen Isolierung sind verschiedentlich dargestellt worden und können hier nur gestreift werden.⁶ Nach einem ersten Übereinkommen (so genanntes Currie-Abkommen) vom 8. März 1945 lockerten die Alliierten ihre Einfuhrbeschränkungen. Allerdings konnte die Schweiz gewisse knappe Waren nur über alliierte Vermittlungsstellen beschaffen, und der alliierte Schifffahrtspool war nicht in der Lage, der Schweiz Schiffsraum zur Verfügung zu stellen. Nach dem Ende des Krieges mit Japan ergab sich dann eine Lockerung. Bei dem sich hier abspielenden Machtpoker lagen die Stärken der Alliierten bei den blockierten Vermögenswerten sowie der Kontrolle vieler Rohstoffe und der Zufahrtswege. Die Trümpfe der Schweiz bestanden dem-

5 Zu den Finanzbeziehungen siehe Durrer (1984).

6 Siehe beispielsweise Spahni (1977).

gegenüber in einer intakten Industrieproduktion, die für den Wiederaufbau Europas hilfreich sein konnte, und in den hohen Währungsreserven, die ihr die Gewährung internationaler Kredite erlaubten. Diese führten allerdings zu einer Erhöhung der Zentralbankgeldmenge, soweit sie zur Finanzierung von Einfuhren aus der Schweiz verwendet wurden. Ein erster Kredit in Höhe von 250 Mio. Franken wurde bereits am 22. März 1945 Frankreich gewährt, das dafür u. a. bereit war, seinen Hafen Marseille wieder für schweizerische Einfuhren zu öffnen. Ausserdem konnte die Schweiz in einem im Herbst abgeschlossenen Handelsabkommen – wiederum mit Frankreich – in zähen Verhandlungen Lieferungen u. a. von Kohle durchsetzen, indem sie drohte, sonst die zweite Tranche dieses Kredits zu sperren. Es folgten 1945 und 1946 bilaterale Wirtschafts- bzw. Zahlungsabkommen mit Belgien, den Niederlanden und Grossbritannien, dem im Rahmen des Zahlungsabkommens ein grösserer Kredit eingeräumt wurde. Allerdings begrenzte die Schweiz wegen des hohen Defizits im bilateralen Handelsverkehr schon bald ihre Exporte nach Grossbritannien.

Die Regelung der Handelsbeziehungen mit den Vereinigten Staaten erwies sich als schwieriger. Die USA bestanden auf einer Begrenzung der schweizerischen Uhrenexporte und wollten stattdessen die Lieferung von Uhrenmaschinen, beides zur Förderung der amerikanischen Uhrenindustrie. Die Schweiz war dagegen an einem Schutz ihrer eigenen Uhrenindustrie interessiert, musste aber schliesslich auf beiden Gebieten Zugeständnisse machen, um zu einer Regelung der Handelsbeziehungen zu kommen. Ähnliche Forderungen wurden von Grossbritannien erhoben. Trotz der erwähnten Schwierigkeiten gelang es, bis Ende 1946 bzw. Anfang 1947 mit fast allen europäischen Ländern bilaterale Handelsbeziehungen aufzubauen und die traditionellen schweizerischen Exportindustrien, die in vielen Fällen nicht lebensnotwendige Güter («non-essentials») herstellten, sowie die Tourismuswirtschaft in gewissem Masse zu schützen bzw. einzubeziehen. Dieser Erfolg war angesichts des Mangels an Devisen bei den meisten europäischen Ländern keineswegs selbstverständlich und konnte nur in zähem Ringen erreicht werden. Daran anschliessend ging es um eine Bewahrung und einen weiteren Ausbau dieser bilateralen Handelsbeziehungen und schliesslich um den Übergang zu einem multilateralen System. Denn bei bilateralen Handelsbeziehungen wird das Ausmass des Handels im Gegensatz zu multilateralen grundsätzlich durch die Liefermöglichkeiten des schwächeren Partners begrenzt.

2.2.2 Die Geld- und Währungspolitik und die Devisenbann-Wirtschaft

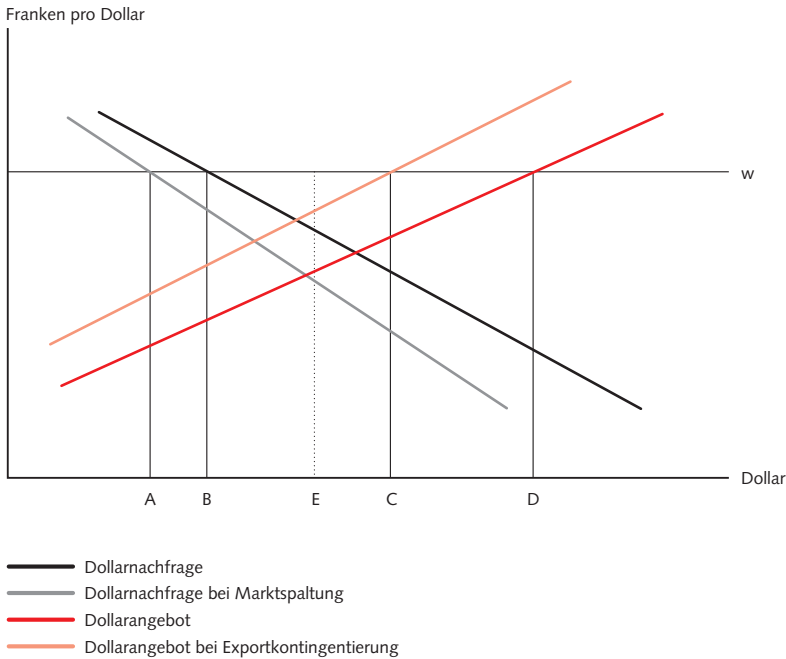
Im geschilderten Rahmen vollzog sich die Geld- und Währungspolitik der Nationalbank bis zur Abwertung des Pfundes und anderer Währungen im Herbst 1949 und bis zur Schaffung der EZU. Grundlegend war bei den bestehenden Wechselkursparitäten das Problem des Zahlungs- und Handelsbilanzüberschusses der Schweiz. Wie die Abwertung des Pfundes und der meisten anderen Währungen von 1949 und die selbst danach bei unverändertem Fixkurs für den Dollar verbliebenen Überschüsse der schweizerischen Zahlungsbilanz zeigen, war der Franken unterbewertet. Die SNB war jedoch anderer Ansicht, zumal der Überschuss der Handelsbilanz allmählich in ein Defizit umschlug.

Der Konflikt zwischen Unterbewertung des Frankens und Geldmengenkontrolle

Das Direktorium hoffte, dass sich auch bei Festhalten an der gültigen Goldparität allmählich eine Normalisierung ergeben werde. Die Aufrechterhaltung der Parität stand jedoch im Widerspruch zur Begrenzung des Wachstums der Zentralbankgeldmenge. Den daraus resultierenden Problemen suchte die SNB durch eine Marktspaltung, besonders für den Dollar, der in allen anderen Ländern die gesuchteste und knappste Devisenart war, und mittels einer Devisenbann-Wirtschaft zu begegnen. Dazu kam, gefördert durch den Wunsch der Alliierten, am 2. März 1945 ein Bundesbeschluss, der den Handel mit und die Ein- und Ausfuhr von ausländischen Banknoten untersagte. Diese Eingriffe wurden eine Zeitlang durch marktkonforme Goldverkäufe am freien Markt und andere Massnahmen, wie eine Übernahme von Gold durch den Bund, ergänzt. Sie dienten alle der Verhinderung bzw. Verminderung des Zuflusses von Gold und Devisen, der, sofern die zufließenden Mittel von der SNB gegen Franken übernommen wurden, über die Erhöhung der Zentralbankgeldmenge zu inflationären Entwicklungen führte.

Die Zusammenhänge lassen sich mit Hilfe von Grafik 2.3 besser verstehen. Sie zeigt die Nachfrage nach und das Angebot von Dollar als Funktion des Dollarpreises in Franken sowie den sich aus den Goldparitäten ergebenden offiziellen Wechselkurs für den Dollar, also dessen Preis in Franken. Je teurer der Dollar, desto grösser ist das Dollarangebot und umso kleiner die Dollarnachfrage. Beim offiziellen Dollarkurs besteht ein Überangebot an Dollar von D–B. Ohne zusätzliche Massnahmen hätte die SNB dieses Überangebot mit Franken aufkaufen müssen, um den offiziellen Preis, die Dollarparität, zu halten. Das hätte jedoch zu einer Erhöhung der Zentralbankgeldmenge um $w(D-B)$ Franken geführt und inflationär gewirkt, wenn das reale

Grafik 2.3
Schematische Darstellung des gespaltenen Dollarmarktes



w: aus der Goldparität folgende Wechselkursparität

BSP nicht entsprechend wuchs. Man spricht in diesem Fall von importierter Inflation.

Erste Massnahmen der Nationalbank zur Begrenzung des Überangebots an Dollar bestanden in einer rigorosen Anwendung der Devisenbann-Wirtschaft. Diese setzte sich aus zwei wesentlichen Bestandteilen zusammen: erstens aus einer Kontingentierung der Exporte, deren Erlöse zum offiziellen Dollarkurs abgewickelt werden konnten. In der Grafik wird dies durch eine Verschiebung der Angebotskurve für Dollar nach links (rosa Gerade) angedeutet, wodurch sich das Dollarüberangebot auf C–B vermindert. Diese Begrenzung wurde ab 1. März 1944 für die Uhrenindustrie und ab 1. Januar 1945 für die gesamte Industrie (mit Gültigkeit bis Januar 1946 bzw. Mai 1947) verfügt.

Zweitens wurden am offiziellen Dollarmarkt nur noch so genannte Kommerzgeschäfte zur offiziellen Wechselkursparität zugelassen, während die übrigen Geschäfte nun zu schwankenden Wechselkursen am freien Markt, dem so genannten Markt für Finanzdollar abgewickelt werden mussten. Da sich am Finanzdollar-Markt aber naturgemäss ein niedrigerer Wechselkurs

ergab, hätten ohne weitere Eingriffe die Importeure nur diesen für ihre Dollarkäufe benutzt. Daher wurde schon bald nach der Blockierung der schweizerischen Guthaben in den Vereinigten Staaten die Finanzierung der Importe am freien Markt unterbunden. Allerdings kann man davon ausgehen, dass nicht alle Importe zum offiziellen Kurs erfolgten. Dies ist in Grafik 2.3 durch eine Verschiebung der Nachfragekurve nach links (graue Linie) angedeutet.

Die beschriebenen Massnahmen reichten jedoch nicht aus, um das Überangebot an Dollar, C–A, ganz zu beseitigen. Vielmehr verblieb nach der Einführung der Marktsplattung noch ein Überangebot am offiziellen Markt, das in Grafik 2.3 durch C–E bezeichnet ist, während der Rest, E–A, auf den Finanzmarkt abgedrängt wurde. Da die SNB an diesem nicht intervenierte, musste sie nur noch Dollar für $w(C-E)$ Franken am kommerziellen Markt aufkaufen, um dort die Dollarparität zu halten.

Um die aus der Dollarübernahme resultierende Erhöhung der Zentralbankgeldmenge zu vermindern, wurden verschiedene Massnahmen ergriffen. Erstens wurden 50% aller Dollarerlöse aus Exporten auf Konten bei der Nationalbank blockiert, die für drei Jahre gesperrt blieben.⁷ Die restlichen 50% zahlte die SNB sofort in Franken aus. Zweitens reduzierte die SNB die Erhöhung der Zentralbankgeldmenge durch den Verkauf von Goldbarren und Goldmünzen am Markt gegen Franken. Sie betrieb also eine kontraktive Offenmarktpolitik mit Gold. Drittens wurde die Erhöhung der Zentralbankgeldmenge dadurch begrenzt, dass der Bund ab 1943 einen Teil des Dollarüberangebots nach Umtausch in Gold übernahm. Da der Bund den zum Ankauf benötigten Gegenwert in Franken aus Steuereinnahmen oder aus Anleihe-Erlösen finanzierte, unterblieb eine Erhöhung der Zentralbankgeldmenge.

Die Spaltung des Devisenmarktes

Die Spaltung des Dollarmarktes wurde bereits drei Monate nach der Blockierung der schweizerischen Guthaben durch die Vereinigten Staaten am 7. September 1941 mit dem Abschluss eines Gentlemen's Agreement der SNB mit den schweizerischen Banken herbeigeführt. Darin verpflichteten sich diese, für Importzahlungen ausschliesslich Dollarerlöse zu verwenden, die aus Warenexporten, aus Zahlungen im Versicherungsverkehr, für normale Bedürfnisse der diplomatischen Vertretungen, für Unterstützungs- und gemeinnützige Zwecke und für den Lebensunterhalt in Härtefällen stammten. Für diese Transaktionen galt der offizielle Wechselkurs von 4.30 Franken je

7 SNB (1957), S. 124 ff.

Dollar. Die Nationalbank verpflichtete sich dafür, das verbleibende Überangebot an Dollar zu diesem Kurs zu kaufen. Diese Massnahmen wurden 1942 durch ein weiteres Abkommen mit den Banken und kurz danach durch einen Bundesbeschluss über Beschränkungen im Handel mit Gold und dessen Ein- und Ausfuhr ergänzt.

Mit den Goldverkäufen begann die SNB bereits 1940/41 und beendete sie erst im September 1947. Insgesamt verkaufte sie Gold im Wert von 1388 Mio. Franken, davon den grössten Teil (468 Mio. Franken) im Jahre 1947.⁸ Diese Politik diente besonders bis 1944 auch dem Versuch einer Stabilisierung des Goldpreises. Dazu kamen beträchtliche Abgaben der SNB von Gold an die Industrie.

Die Übernahme von Gold durch den Bund begann 1943. Den höchsten Stand erreichten die Goldbestände des Bundes 1947 mit 1258 Mio. Franken, wovon allerdings 463 Mio. Franken Exporteuren gehörten, deren Guthaben gesperrt worden waren, aber nach Ende der dreijährigen Sperrfrist ausbezahlt werden mussten. Die Finanzierung der Goldbestände war für den Bund mit relativ hohen Kosten verbunden, so dass die Nationalbank 1947 bereit war, angesichts einer gewissen Entspannung am Dollarmarkt den grössten Teil der verbliebenen Goldbestände des Bundes sukzessive zu übernehmen. Von diesen war schon vorher Gold im Wert von 250 Mio. Franken für die erwähnte Zahlung an die Alliierten im Rahmen des Washingtoner Abkommens verwendet worden, woran sich die SNB mit einer Zahlung an den Bund von 100 Mio. Franken beteiligt hatte (siehe 2.2.3). 1948 betrugen die Goldbestände des Bundes daher nur noch 182 Mio. Franken; sie nahmen allerdings wegen einer Erhöhung des Zahlungsbilanzüberschusses in den folgenden beiden Jahren wieder zu.⁹

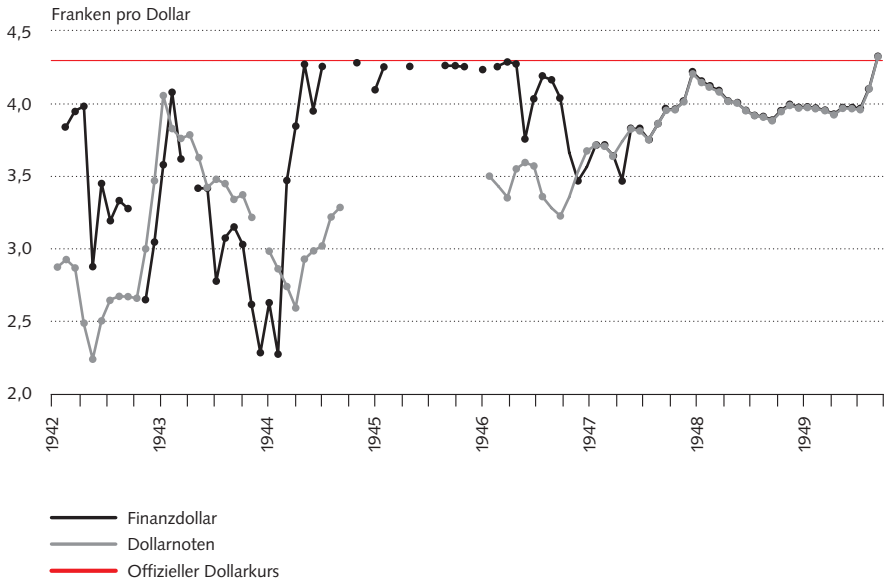
Der Finanzdollar-Markt war zunächst auf New York beschränkt, erstreckte sich aber nach dem Krieg auch auf die Schweiz. 1944 erreichte der Kurs vorübergehend einen Tiefstand von 2.29 Franken; nach dem Krieg erholte er sich wieder (Grafik 2.4).

Wie sich aus Darlegungen des Direktoriums vor dem Bankrat, dem Aufsichtsorgan der SNB, und aus den ergriffenen Massnahmen ergibt, war die Bankspitze von der Überzeugung geleitet, dass eine Zunahme der Zentralbankgeldmenge, mithin der Geldmenge insgesamt, inflationär wirke. Insofern war das Direktorium Anhänger der Quantitätstheorie des Geldes und verfolgte das Ziel der Preisstabilität. Seine Politik war jedoch widersprüch-

8 SNB (1957), S. 140 f.

9 SNB (1957), S. 142 ff.

Grafik 2.4
Offizieller Dollarkurs sowie Wechselkurse für Finanzdollars und Dollarnoten, 1942–1949



Quelle: Käch (1954), Basler Kantonalbank (1923–1950), SNB, Finanzdollar-Kurse (verschiedene Jahre).

lich, weil die Beibehaltung der einmal festgesetzten Gold- und damit der Dollarparität entscheidend für das Dollarüberangebot und somit für die Erhöhung der Zentralbankgeldmenge war. Ausserdem verteuerte und verminderte die Verpflichtung der Importeure, die benötigten Dollar zum offiziellen Kurs zu erwerben, die Einfuhren und trug dadurch ebenfalls zur Teuerung bei (Grafik 2.3).

Eine negative Begleiterscheinung waren auch die mit einer Marktsplaltung unvermeidlich verbundenen Missstände. Da die Abgrenzung von Kommerz- und Finanzgeschäften ebenso unklar sein musste wie jene von Fällen der Gemeinnützigkeit, Wohltätigkeit oder von Notlagen, hatte die SNB über eine Fülle von Anträgen auf Umtausch von Dollar zum offiziellen Kurs und zur Zulassung gewisser Geschäfte zum Kurs des Finanzdollar zu entscheiden. Dabei liess sich eine gewisse Willkür nicht vermeiden. Wie aus Tabelle A 2.1 im Anhang hervorgeht, hatte das Direktorium in den Jahren 1946/47, die hier als Beispiel gewählt wurden, über 225 Anträge zu entscheiden. Es musste sich also im Durchschnitt an jeder seiner meist wöchentlichen Sitzungen mit solchen Anträgen beschäftigen, ganz zu schweigen von den Vorbereitungen durch die zuständigen Mitarbeiter. Auch zeigt die Aufgliederung der Anträge, dass sich das Direktorium nicht immer an den vorgegebenen Rahmen hielt. Hier

sei nur auf die Anträge von Gemeinden, Privaten, der Tourismusbranche und von internationalen Organisationen verwiesen, die in den Genuss von Ausnahmen kamen. Die Genehmigung eines Antrags brachte dem Antragsteller nicht unerhebliche finanzielle Vorteile, was sicherlich die Häufigkeit der Anträge und ihre Formulierung beeinflusste. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die aus den beantragten und genehmigten Beträgen in den beiden untersuchten Jahren realisierten Gewinne rund 8,4 Mio. bzw. 9,5 Mio. Franken betrugen (Tabelle A 2.2). Der heutige Wert dieser Gewinne, gemessen an der Entwicklung der Konsumentenpreise, belief sich auf rund 40 Mio. Franken.

Auch waren die Entscheidungen des Direktoriums keineswegs immer über jeden Zweifel erhaben. Die oft unvermeidliche Willkür einiger Entschiede lässt sich durch Beispiele belegen. Zunächst war es eine Diskriminierung der Privatwirtschaft, dass nur dem Bund verschiedentlich die Wareneinfuhr unter Verwendung von Finanzdollar ermöglicht wurde.¹⁰ Schwerer wiegen andere Fälle. So wurde der Antrag eines Beamten des Eidgenössischen Finanzdepartements (EFD) auf Umtausch von 9100 Dollar zum Kauf einer kleinen Liegenschaft für seine in die Schweiz zurückgekehrten Eltern deshalb genehmigt, weil es sich, wie das den Antrag befürwortende II. Department feststellte, «um einen engen Freund des Chefs des Eidg. Finanz und Zolldepartements [handelte]».¹¹ Ein anderer Fall betrifft den Antrag eines Ersten Sekretärs der Amerikanischen Gesandtschaft in Bern, die man offenbar nicht verstimmen wollte. Dieser hatte der Volksbank einen Scheck über 3500 Dollar zum Umtausch zum offiziellen Kurs eingereicht, der für den Bau eines Chalets in Gstaad verwendet werden sollte. Der Antrag wurde auf Befürwortung des II. Department genehmigt.¹² Ein drittes Beispiel betrifft die Übernahme eines Guthabens von 10 000 Dollar bei der Firma Morgan & Co. zum offiziellen Kurs, die von dem um den Abschluss des Washingtoner Abkommens verdienten Minister Walter Stucki beantragt worden war.¹³

Ausserdem bedeutete die Marktsplaltung eine Art Exportsubvention, während Importeure und Konsumenten durch die höheren Importpreise benachteiligt wurden. Übersehen werden sollte auch nicht, dass Marktsplaltung und Devisenbann-Wirtschaft Anreize zur Ausstellung überhöhter Rechnungen bei den Ausfuhren und zu einer Unterfakturierung bei den Einfuhren setzten, wobei der fehlende Betrag bei letzteren am freien Markt billiger beschafft werden konnte. Eine Umgehung durch Dreiecksgeschäfte war ebenfalls mög-

10 SNB, Protokoll des Direktoriums (1948), 5. März, Nr. 301.

11 SNB, Protokoll des Direktoriums (1947), 10. Juli, Nr. 908.

12 SNB, Protokoll des Direktoriums (1946), 21. Juni, Nr. 707.

13 SNB, Protokoll des Direktoriums (1946), 6. September, Nr. 1115.

lich. Dabei kaufte eine Unternehmung mit Finanzdollar Güter günstig beispielsweise in den Vereinigten Staaten und liess sie in ein Drittland liefern, von dem die Güter dann zum offiziellen Wechselkurs in die Schweiz eingeführt wurden. Solche Umgehungen und Ausweichoperationen sind eine unvermeidliche Folge staatlicher Markteingriffe und führen notwendigerweise zu immer weiteren Eingriffen, wie Ludwig von Mises schon früh darlegte.¹⁴

Ferner ergaben sich Schwierigkeiten für Unternehmungen, die einen grösseren Teil ihrer Erträge entweder durch Dienstleistungen oder durch Produktionserlöse ihrer Tochtergesellschaften im Ausland erzielten, während ihre Kosten zum grossen Teil in Franken anfielen. So machte die Ciba, ein bedeutendes Unternehmen der chemischen Industrie, im März 1949 wachsende Finanzschwierigkeiten geltend. Wegen des zunehmenden Konkurrenzkampfs seien in der Schweiz Investitionen notwendig, so dass sie einen Betrag von 2,5 Mio. Dollar aus ihren Beteiligungen in den Vereinigten Staaten transferieren müsse. Sie beantrage daher einen Umtausch zum offiziellen Kurs. Der Präsident des Direktoriums, Paul Keller, sprach sich gegen eine Genehmigung aus. Schliesslich müssten Industrie und Banken gleich behandelt werden; allenfalls sei eine Gewährung in Tranchen denkbar. Auf Antrag des Vorstehers des III. Departements, Alfred Hirs, wurde schliesslich der Umtausch von 500 000 Dollar mit Aussicht auf spätere erneute Prüfung genehmigt. Ein Antrag der Swissair vom August 1949 machte auf weitere Probleme aufmerksam. Nach den Bestimmungen musste diese Gesellschaft die für ihre Flugzeugkäufe in den Vereinigten Staaten benötigten Dollar zum offiziellen Kurs erwerben. Dagegen konnte sie ihre Dollarerlöse aus den Flugpassagen nur zum niedrigeren Finanzdollar-Kurs in Franken umtauschen, da es sich dabei um Dienstleistungen handelte. Eine direkte Verwendung der Mittel zum Flugzeugkauf war nicht gestattet. Im Vergleich zur ausländischen Konkurrenz entstand ihr also ein Nachteil. Die Meinungen im Direktorium zur Lösung des Falles gingen auseinander. Erst an der folgenden Sitzung wurde beschlossen, der Swissair eine wohlwollende Behandlung ihrer Dollarofferten zuzusichern; diese seien aber jeden Monat aufgrund von Unterlagen neu zu prüfen.¹⁵

Schliesslich führten die geschilderten Eingriffe zu einer starken Zunahme des bürokratischen Aufwands, welcher in der Schweiz allerdings zu einem guten Teil auf die privaten Interessenvereinigungen überwälzt wurde, die zum Beispiel die Richtigkeit der Dokumente für Einfuhren bestätigen mussten.

14 Mises (1929).

15 Zum Antrag Ciba: SNB, Protokoll des Direktoriums (1949), 17. März, Nr. 297.

Zu den Anträgen der Swissair: SNB, Protokolle des Direktoriums (1949), 25. August, Nr. 910; 8. September, Nr. 954.

Immerhin wies aber auch die unter anderem für die Kontrolle der fraglichen Massnahmen zuständige eidgenössische Verrechnungsstelle 1949 einen Personalbestand von 820 Personen auf, der bis 1964 auf 32 Personen zurückging. Die Stelle wurde erst Ende 1978 aufgelöst. Die Preiskontrollstelle erreichte ihren höchsten Personalbestand 1944 mit 381 Mitarbeitern, aber auch 1948 wurden immer noch 274 Personen beschäftigt. Die Zahl der Mitarbeiter im EFD erfuhr in der Kriegs- und Nachkriegszeit einen Anstieg von 4290 Personen im Jahre 1939 auf 5510 im Jahre 1949, wobei allerdings unklar bleibt, wie viel davon dem Aufwand durch die Devisenbann-Wirtschaft zuzurechnen ist.

Die administrative Kontrolle des Goldmarktes

Ähnliche Probleme ergaben sich wegen der Beschränkungen des Goldhandels, die von 1942 bis 1952 in unterschiedlichem Ausmass in Kraft waren. 1948 zum Beispiel war die Zahl der entsprechenden Anträge mit 468 (Tabelle A 2.3.1) noch grösser als jene für Devisengeschäfte. Auch in diesem Fall liessen sich fragwürdige diskretionäre Entscheidungen nicht vermeiden, was schon der Umstand zeigt, dass gewisse Genehmigungen mit Bedingungen verbunden waren. Auch handelte es sich um erhebliche Mengen, bei den Einfuhrgesuchen um rund 21 und bei den Ausfuhrgesuchen um rund 9 Tonnen Gold. Die Gewinnmöglichkeiten beispielsweise bei einer Genehmigung von Ausfuhrgesuchen waren ebenfalls beträchtlich, wie die Differenz von rund 14 Mio. Franken zwischen dem in der Schweiz für Gold geltenden Höchstpreis und dem Marktwert im Ausland für die genehmigten Ausfuhrgesuche zeigt (Tabelle A 2.3.2).

Die Nationalbank stellte im Februar 1947 den Verkauf von Goldbarren und im September des gleichen Jahres auch den von Goldmünzen ein, da «die von der Nationalbank abgegebenen Goldmünzen in zunehmendem Masse ihren Weg nach dem Ausland nahmen. Das Gold wurde so zum Instrument der internationalen Spekulation und des Schmuggels.»¹⁶ Das Direktorium war der Ansicht, dass die für den Ankauf des Goldes benötigten Franken am freien Dollarmarkt erworben würden und sich dadurch ein unerwünschter Druck auf den Kurs des Finanzdollar ergebe.¹⁷ Die Einstellung der Goldverkäufe verschärfte jedoch die Probleme der Regulierung des Goldmarktes. So gab die SNB weiterhin Gold für den industriellen Gebrauch ab. Wie nicht anders zu erwarten, nahmen die Anträge zum Kauf solchen Goldes nach der

16 SNB, Protokoll des Direktoriums (1947), 10. September, Nr. 1174.

17 SNB, Protokoll des Direktoriums (1947), 16. Mai, Nr. 670.

Einstellung der Verkäufe am freien Markt erheblich zu. Ausserdem wuchs der Schwarzhandel in Gold, was nach Ansicht des Vorstehers des II. Departements durch die auffällige Zunahme der Golddepots in Zollfreilagern und Privatlagern mit Geleitscheinen erwiesen wurde.¹⁸

Auch die kriegswirtschaftlichen Strafgerichte mussten sich mit der Goldpolitik beschäftigen. Sie hatten Übertretungen der zur Durchsetzung der Markteingriffe besonders in der Kriegs- und Nachkriegszeit erlassenen Gesetze und Verordnungen zu ahnden. Die sich immer wieder ändernde Goldpolitik der SNB führte indessen zu erheblichen Schwierigkeiten bei der Festlegung des Strafmasses bei Zuwiderhandlungen, da dieses von der Schwere des Verstosses und dieser wiederum von der im Zeitpunkt der Übertretung gerade geltenden Regelung abhingen. So gelangte der Präsident des I. Kriegswirtschaftlichen Strafgerichts mit der Bitte an die SNB, «sie möchte die verschiedenen kriegswirtschaftlichen Gerichte laufend durch Zirkulare von jeder wichtigen Änderung in der Lage des Goldmarktes und in der Goldpolitik der Bank benachrichtigen.» Denn man habe festgestellt, «dass eine gerechte Strafe unmöglich ausgefällt werden könne, ohne dass auf die zur Zeit der Tatbegehung gerade obwaltende Lage des Goldmarktes und auf die von den offiziellen Instanzen verfolgte Goldpolitik Rücksicht genommen werde.» Das Direktorium stellte sich dagegen auf den Standpunkt, «dass es bei der Beurteilung eines Vergehens [...] gegen die Vorschriften über den Handel in Gold und die Ein- und Ausfuhr von Gold weniger auf die schädliche Wirkung der Vergehen ankommt als vielmehr auf das Vergehen selbst [...]»¹⁹ Schon 1946 hatten zwei Präsidenten kriegswirtschaftlicher Strafgerichte «die Frage aufgerollt, ob, nachdem es ja allgemein und zweifellos auch der Nationalbank bekannt ist, dass der grösste Teil des von ihr verkauften Goldes «schwarz», d. h. ohne Bewilligung über die Grenze geht, es nicht besser wäre, die Goldausfuhr freizugeben.»²⁰ Ein Vorschlag, den die SNB entschieden zurückwies.

Der hinhaltende Widerstand der SNB gegen die Aufhebung von Marktspaltung und Devisenbann-Wirtschaft

Angesichts der beschriebenen Umstände ist es nicht verwunderlich, dass sich schon bald auf politischer, wirtschaftlicher und wissenschaftlicher Ebene sowie in der Öffentlichkeit Bestrebungen bemerkbar machten, die Nationalbank zur Änderung ihrer Politik zu drängen, denen diese mit zäher Hin-

18 SNB, Protokoll des Direktoriums (1948), 1. September, Nr. 1028.

19 SNB, Protokoll des Direktoriums (1948), 5. März, Nr. 303.

20 SNB, Protokoll des Direktoriums (1946), 5./6. Dezember, Nr. 1618.

haltetaktik und allmählichen und partiellen Konzessionen meist erfolgreich entgegentrat. Dabei sah sich die SNB tatsächlich mit erheblichen Problemen konfrontiert. Ihre Hinhaltenaktik war ja dadurch bedingt, dass sie an der Goldparität und den daraus resultierenden festen Wechselkursen festhalten und gleichzeitig eine Zunahme der Zentralbankgeldmenge und der daraus möglicherweise folgenden Inflation vermeiden wollte. Auch war sie mit dieser Politik immerhin insoweit erfolgreich, als sie die Inflation in der Schweiz auf einem niedrigeren Niveau als die anderen entwickelten Länder halten konnte. Die SNB erhoffte sich zudem eine Verbesserung der Lage durch die sich allmählich verschlechternde Handelsbilanz. Allerdings stellte sich mit der schrittweisen Freigabe der blockierten schweizerischen Guthaben die Frage, ob diese bei freiem Umtausch zum offiziellen Dollarkurs nicht mit samt den aufgelaufenen Zinsen und Dividenden völlig oder grösstenteils in Franken gewechselt würden. Dies hätte zu einer unerwünschten Erhöhung der Zentralbankgeldmenge geführt. Dazu kamen die aus den früheren Exporterlösen zu 50% gesperrten Dollarbeträge, die nach Ablauf der Sperrfrist von drei Jahren in Franken umgetauscht werden konnten. Es drohte also ein Devisenzustrom, weshalb die SNB nicht auf ihre Eingriffsmöglichkeiten verzichtete wollte.

Der Druck auf die Nationalbank liess jedoch nicht nach. Besonders die Uhrenindustrie verlangte die Abschaffung der Exportkontingente, und die Importeure waren an der Aufhebung des Zwangs zum Kauf von Dollar zum Paritätskurs interessiert, da sie dann ihre Waren zum niedrigeren Finanzkurs einführen konnten. Die Banken und die Eigentümer von Finanzvermögen und Finanzerträgen strebten hingegen einen freien Umtausch zum offiziellen Kurs an. Gleiches galt für alle anderen Unternehmungen und Personen, die, wie beispielsweise amerikanische Touristen, einen möglichst günstigen Kurs wünschten. Schliesslich waren auch die amerikanischen Behörden höchst unzufrieden damit, dass ihre sonst weltweit gesuchte Währung am Finanzdollar-Markt in der Schweiz einen Abschlag hinnehmen musste. Bereits relativ früh begann die Schweizerische Bankiervereinigung, sich für die Übernahme von Finanzdollar zur offiziellen Parität zu verwenden. In einem Schreiben vom 29. September 1945 kam sie auf die Frage zurück und wies auf die sich verschlechternde Handelsbilanz mit den Vereinigten Staaten hin. «Sie hoffe deshalb, dass es dem Noteninstitut möglich werde, wenigstens die Erträge aus schweizerischen Finanzforderungen gegenüber den USA wieder zu übernehmen.»²¹ Als nach Abschluss des Washingtoner Abkommens

21 SNB, Protokoll des Direktoriums (1945), 3. Oktober, Nr. 1096.

mit der Deblockierung der schweizerischen Guthaben begonnen wurde, verlangten verschiedene Industrielle die Freigabe ihrer gesperrten Dollarguthaben. Die Nationalbank stellte sich jedoch auf den Standpunkt, dass diese Guthaben erst nach Ablauf der dreijährigen Sperrfrist freigegeben werden sollten.²²

Schon vorher hatten die Vereinigten Staaten den Verzicht auf die Sperrung von 50% der aus den Exporten stammenden Dollarerlöse verlangt. Daraufhin forderte der Direktoriumspräsident, Ernst Weber, an einer Konferenz mit Vertretern verschiedener Departemente des Bundes und dem Vorort des Schweizerischen Handels- und Industrievereins, dass dem amerikanischen Schatzamt «klar gemacht werden [sollte], dass die Schweiz Waren benötigt und nicht blockiertes Gold. Dazu komme, dass es schliesslich nicht Aufgabe der Schweiz sei, den Dollarkurs zu halten.» Denn der Ankauf blockierten Goldes gegen Franken erhöhe die Zentralbankgeldmenge, was bei seiner Verwendung für den Kauf von Waren in Europa nicht der Fall wäre. Weber betonte, eine Abschaffung der Sperrung käme daher nur in Frage, wenn der Bund die zusätzlichen Dollar übernehme. Dieses Ansinnen wurde jedoch vom Vertreter des EFD, Direktor Eberhard Reinhardt, zurückgewiesen.²³ Obwohl sich die SNB an dieser Konferenz durchsetzte, beschloss der Bundesrat am 10. Dezember 1945, für künftige Exporte die Sperrung von 50% der Dollarerlöse aufzuheben. Anschliessend kam es an einer Konferenz der Nationalbank mit der Bundesverwaltung zu einer Diskussion, ob der Bund oder die SNB die nun zusätzlich anfallenden Dollar aufnehmen solle. In diesem Zusammenhang ist daran zu erinnern, dass sich bei einer Übernahme der Dollar durch den Bund statt durch die Nationalbank keine Erhöhung der Zentralbankgeldmenge ergibt. Während der Vorsteher des III. Departements, Alfred Hirs, für eine Übernahme durch die SNB eintrat, widersprach Präsident Weber diesem Vorschlag und befürwortete ein schrittweises Vorgehen, da sich die Währungslage noch nicht grundsätzlich geändert habe.²⁴

Auch nach dieser begrenzten Liberalisierung gingen die Diskussionen weiter, und es kam an einer Konferenz am 14. Juni 1946 in Bern zu einer ausführlichen Besprechung mit Vertretern der betroffenen Departemente des Bundes und dem Vorort. Weber legte den Standpunkt der SNB gegen eine Aufhebung der bestehenden Transferbeschränkungen dar. Diese würde zu einem Goldzufluss im Gegenwert von 400 Mio. Franken, zu einer weiteren

22 SNB, Protokoll des Direktoriums (1946), 6. Juni, Nr. 631.

23 SNB, Protokoll des Direktoriums (1945), 12. Oktober, Nr. 1211.

24 SNB, Protokoll des Direktoriums (1945), 20. Dezember, Nr. 1475.

Senkung der Zinssätze, einer beliebigen Vermehrung der Geldmenge und zu einer Hausse des Schweizer Frankens in den Vereinigten Staaten führen. Erst nach der Zertifizierung der Guthaben werde die SNB überlegen, ob und in welchem Ausmass Finanzdollar übernommen werden könnten. Die Sperrkonten müssten vorerst und womöglich bis zum Ablauf der Sperrfrist aufrechterhalten werden. Dagegen argumentierten der Vertreter des Politischen Departements, Reinhard Hohl, und der Direktor des Vororts, Heinrich Homberger, dass die Lage schon wegen der steigenden Importe weniger kritisch sei. Homberger regte eine volle Transferierung der Lizenzforderungen, Erleichterungen im Dollarverkehr für Transithandelsfirmen und eine Anpassung des Exportkontingentes an die Bedürfnisse der Uhrenindustrie an. Hirs wies auf verschiedene Erleichterungen hin, die die SNB bereits gewährt habe, so die Erhöhung der Kontingente für Unterstützungszahlungen, für Urlauberkontingente des amerikanischen Militärpersonals, für humanitäre Bestrebungen und die Jugendhilfe. Dem Bund habe man seit Monaten keine Dollar mehr belastet, und den Unternehmungen des Finanzsektors sei die SNB dadurch entgegengekommen, dass sie für Zinszahlungen und Lizenzen nunmehr Gold entgegennehme. Es sei notwendig, etappenweise vorzugehen. Entschlüsse wurden an dieser Konferenz keine gefasst.²⁵

Unmittelbar danach änderte sich die Lage durch die Aufwertung der schwedischen Krone und des kanadischen Dollar. An einer Konferenz des Direktoriums mit Bunderat Ernst Nobs, dem Vorsteher des EFD, sprach sich die Nationalbank gegen eine Aufwertung des Frankens aus und erörterte diesen Standpunkt in einem von diesem gewünschten Schreiben. Sie führte aus, dass die Preiserhöhungen in den Vereinigten Staaten nur eine geringe Wirkung auf die Schweiz hätten, dass der Franken gemäss Vergleich der Preise und Löhne gegenüber dem Dollar nicht unterbewertet sei und dass eine Aufwertung keine entsprechende Verbilligung der Importwaren zur Folge hätte, die Exporte hingegen dadurch erschwert würden. Auch die Landwirtschaft befürworte eine Aufwertung nicht. Zudem könne eine Wende in der Konjunkturentwicklung eintreten, die im Krisenfall wieder zu einer Abwertung des Frankens führen könnte. Schliesslich hätte eine Aufwertung Währungsverluste von hunderten Millionen Franken bei Bund und SNB zur Folge. Eine Manipulierung der Währung sei daher abzulehnen. Das Direktorium erklärte, «dass eine Lösung des Preis- und Kostenproblems im Verhältnis zum Ausland am ehesten durch ein System von Exportzuschlägen und durch Schaffung von Ausgleichskassen zugunsten der Import-

25 SNB, Protokoll des Direktoriums (1946), 21. Juni, Nr. 675.

verbilligung herbeigeführt werden sollte.» Es übermittelte anschliessend auch gleich mit einem zusammenfassenden Schreiben den Entwurf eines Communiqués für den Bundesrat, in dem eine Währungsänderung abgelehnt wurde.²⁶ Der Bundesrat folgte dieser Empfehlung mit einer Erklärung im Parlament.

Die Marktspaltung war nicht nur auf Dollardevisen beschränkt, sondern bezog sich auch auf den Handel mit Banknoten. Wie erwähnt, verbot der Bundesrat am 2. März 1945, wohl auf Druck alliierter Regierungen, die den Abschlag auf den Kurs ihrer Banknoten im Vergleich zum offiziellen Wechselkurs ungern sahen, den Handel sowie die Ein- und Ausfuhr ausländischer Banknoten, worauf sich indessen ein Schwarzhandel entwickelte. Darum wurde das Verbot für den Handel in Noten bis zu 20 Dollar bereits im Februar 1946 wieder aufgehoben. Allerdings gab Direktoriumspräsident Paul Keller Ende des Jahres zu erwägen, ob «zur wirksamen Bekämpfung der Auswüchse im Notenhandel [...] die Wiedereinführung eines allgemeinen Notenhandelsverbotes in Betracht [käme]».²⁷ Trotzdem wurden am 31. Oktober 1947 alle Beschränkungen für den Notenhandel beseitigt. Die Freigabe des Notenhandels für den Dollar führte zu Notenkursen, die zum Teil erheblich unter den Kursen für den Finanzdollar lagen (Grafik 2.4). Noch ausgeprägter war der Unterschied der Notenkurse zu den offiziellen Kursen für das Pfund und den französischen Franken. Nun konnten jedoch SNB und Bundesrat aus Rücksicht auf die Tourismusbranche, notwendige Geschäftsreisen usw., aber zum Teil auch auf Wunsch ausländischer Regierungen nicht umhin, Ausländern gewisse Notenbeträge zum offiziellen Kurs gegen Pass eintrag zur Verfügung zu stellen. Dies führte allerdings schon bald wegen der grossen Kursdifferenz zwischen offiziellen und Notenkursen zu Arbitragegeschäften ausländischer Besucher, die einen Teil der offiziell erhaltenen Franken zum freien Notenkurs wieder in ihre Währung zurückwechselten. Der Bankier Hans Bär berichtet dazu aus eigener Erfahrung: «Zur Aufbesserung des [eigenen] Salärs gab es die Nationalbank und ihre Dollarbewirtschaftung.» Das bot «Non-Residents (Studenten, Praktikanten), so sie einmal zu 100 Dollar gekommen waren, die Möglichkeit [...], gratis und durchaus komfortabel zu leben. Sie brauchten nur die 430 Franken einzustreichen und davon umgehend wieder 100 Dollar zu erwerben (für 220 Franken). Von 210 Franken konnte man 1947 zehn Tage bestens leben.»²⁸

26 SNB, Protokoll des Direktoriums (1946), 17. Juli, Nr. 871.

27 SNB, Protokoll des Bankausschusses (1946), 12./13. Dezember, S. 511.

28 Bär (2004), S. 70.

All diese Misstände und Probleme führten zu erheblicher Kritik bei der Bevölkerung, zumal Ausländer dabei auf deren Kosten zu leben schienen. Das war politisch brisant und rief auf politischer Ebene wachsenden Druck hervor, der offenbar Bundesrat Nobs veranlasste, die SNB in einem Schreiben vom 24. Oktober 1946 von der Auffassung des Gesamtbundesrats zu unterrichten, dass die Entwicklung der Dollar- und Pfundkurse unerfreulich sei. Die Verhältnisse am Devisenmarkt seien unhaltbar. Die öffentliche Meinung sei beunruhigt, und ohne Beseitigung der Misstände müsse mit heftigen Reaktionen gerechnet werden. «Als besonders missbräuchlich empfinde es die Öffentlichkeit, dass Ausländer dank dem Spiel der Wechselkurse sozusagen kostenlos in der Schweiz leben können.» Ob man nicht angesichts der hohen Goldvorräte Gold an das Publikum abgeben könne? Da die Frage mehr und mehr einen politischen Charakter annehme, würde es der Bundesrat begrüßen, wenn geeignete Massnahmen bereits im November ergriffen werden könnten. Die Nationalbank behauptete in ihrer Antwort, dass die Misstände und die Überbeschäftigung nicht die Folge einer falschen Währungspolitik der SNB seien. Durch eine grosszügigere Annahme von Gold und ausländischen Zahlungsmitteln würden sich «Geldmenge [...] [und] Kreditpotential mit unvorstellbaren Folgen aufblähen [...]» Durch die Gratisferien werde «nicht die Schweiz geprellt, sondern der ausländische Besitzer von ausländischen Noten, der diese zu billigen Kursen verkauft.» Im Fremdenverkehr solle man versuchen, die Entgegennahme ausländischer Valuten einzuschränken. Zu prüfen sei, ob man den Handel in Finanzdollar nicht auf eine kleinere Zahl von Banken beschränken und diesen in gewisser Masse für Importe zulassen könne. Gold werde schon nach Massgabe der Leistungsfähigkeit der Eidgenössischen Münzstätte abgegeben. Zu prüfen sei ferner, ob nicht die Gewährung von Krediten in Gold oder Devisen an andere Länder zur Reduktion der Geldmenge ins Auge zu fassen sei.²⁹

Noch schärfer kam die problematische Auffassung der Nationalbank an einer Sitzung des Bankausschusses im Dezember 1946 zum Ausdruck. Direktorspräsident Weber legte dar, das Direktorium habe sein Erstaunen darüber ausgedrückt, «dass der Bundesrat glaube, die gegenwärtigen Misstände in der Devisen- und Banknotenkursentwicklung könnten durch Massnahmen der Nationalbank behoben werden.» Die aktuelle Währungsentwicklung stehe «in engstem Zusammenhang mit dem ungenügenden Warenverkehr.» Er sei «überzeugt, dass eine scharfe Kontingentierung oder gar Unterbindung des Warenverkaufs in das Ausland sofort die Nachfrage nach Schweizerfran-

29 SNB, Protokoll des Direktoriums (1946), 6. November, Nr. 1442.

ken zum Stillstand bringen würde.» Doch sei an solche Massnahmen nicht zu denken. Man könne die Kursentwicklung zweifellos durch eine vollständig freie Aufnahme von Gold und Devisen normalisieren. Das sei aber mit Rücksicht auf die Preis- und Lohnentwicklung sowie die Hochkonjunktur nicht möglich. Eine Aufwertung werde keine Korrektur schaffen, ja nach Auffassung der Wirtschaftsführer sogar die Konkurrenzfähigkeit der Exportwirtschaft bedrohen. Die Idee des freien Dollarkurses sei eine Utopie. Immerhin aber habe die SNB bereits angekündigt, die Dollarerträge aus Schweizer Besitz des Jahres 1945 zu übernehmen. Vorgesehen sei auch eine Übernahme des aus Lizenzen, Kommissionen und dem Transithandelsverkehr resultierenden Devisen- bzw. Goldanfalls. Die Ausgabe von Goldzertifikaten käme ebenfalls in Frage, doch sei er gegen diese vom Vorsteher des II. Departements, Paul Rossy, vorgeschlagene Massnahme. Die Überbewertung der Währung könne nur durch eine Veränderung im Warenstrom behoben werden. Anschliessend betonte Rossy, dass die «Blockierung der schweizerischen Mittel [in Amerika] [...] für unser Noteninstitut insofern vorteilhaft [war], als sie ihm erlaubte, die ganze Frage der Finanzdollars aus seiner Währungspolitik auszuschalten.» Durch deren Wegfall werde die gesamte Masse der Schweizer Guthaben frei. Doch sei man noch kurze Zeit nach Massgabe der Zertifizierungsarbeiten davor geschützt. Das wirksamste Mittel bestehe «in einer angemessenen Kontingentierung der Ausfuhr und nicht in unserer Geldpolitik.» Rossy warnte jedoch auch, dass am «Vorabend eines Wahljahres wie 1947 [...] die Politik des doppelten Dollarkurses ausserordentlich gefährlich sein [wird]; denn zahlreiche politische Gruppen werden unser Vorgehen ihrer Wahlpropaganda zunutze machen, indem sie die Behauptung aufstellen, einerseits hätten die Behörden und im besonderen die Nationalbank den Export gefördert sowie die Konjunktur belebt, und andererseits hätten sie künstlich zur Verteuerung der Lebenskosten in unserem Lande beigetragen.»³⁰ Nachdem Hirs sich zu einer optimistischeren Beurteilung der Lage bekannt hatte, stellte Professor Paul Keller, der nachmalige Direktoriumpäsident, fest, dass man sich im Bundeshaus darüber klar werden müsse, «ob man den Export noch weiter eindämmen will oder nicht».³¹

Damit waren die Politik der Nationalbank und ihre Reaktion auf den Druck interessierter Kreise, der Öffentlichkeit und der politischen Instanzen festgelegt. Die Devisenbann-Wirtschaft wurde zur Begrenzung der Zunahme des Zentralbankgeldes und der Inflation beibehalten, aber allmählich durch

30 SNB, Protokoll des Bankausschusses (1946), 12./13. Dezember, S. 507–517.

31 SNB, Protokoll des Bankausschusses (1946), 12./13. Dezember, S. 524.

immer weitere Zugeständnisse abgeschwächt. Im Mai 1947 wurden die Erträge aus schweizerischen Finanzguthaben in den Vereinigten Staaten für die Jahre 1946/47 zum Umtausch zur Dollarparität freigegeben und der wöchentliche Betrag für Reisende aus Dollarländern von 125 Dollar auf 200 Dollar erhöht. Ebenfalls aufgehoben wurden Mitte 1947 die Exportkontingente für Uhren, nachdem sie bereits 1946 erhöht worden waren. Die gesperrten 50% der Exporterlöse wurden nach Ablauf der jeweiligen Sperrfristen 1947, 1948 und 1949 freigegeben. Schliesslich wurden Ende 1947 10% der bereits zertifizierten Anlagen von Schweizern in den Vereinigten Staaten zum Umtausch zur Parität zugelassen, wovon jedoch nur teilweise Gebrauch gemacht wurde.³² Keine Bereitschaft zeigte die SNB allerdings, auf Forderungen zur Verwendung von Finanzdollar, zumindest für bestimmte Einfuhrkategorien, einzugehen. Solche Forderungen wurden seit 1946 u. a. mehrfach von Gottlieb Duttweiler, der als Gründer des Detaillisten Migros ein Interesse an günstigen Importen hatte, im Nationalrat erhoben. Alle diese Anträge wurden auf Betreiben der Nationalbank von Bundesrat und Parlament abgelehnt.³³ Und dies, obwohl sie bereits 1946 von einem wissenschaftlichen Gutachten Professor Hugo Siebers von der Universität Bern unterstützt wurden, in dem dieser gute Gründe für eine Aufhebung der Marktsplaltung und der damit zusammenhängenden Devisenbann-Wirtschaft darlegte. Sieber schloss auch eine Aufwertung des Frankens nicht aus, was wohl die beste Antwort auf die bestehenden Probleme gewesen wäre. Andere Ökonomen, wie die Professoren Alfred Bosshardt und Fritz Marbach, nahmen eine ähnliche Haltung ein. Dagegen verteidigten die Professoren Valentin Wagner, Eugen Böhler und Walter Jöhr die Position der Nationalbank, die sich von ihren Leitmotiven der festen Goldparität und der Begrenzung des Wachstums der Zentralbankgeldmenge durch die Devisenbann-Wirtschaft nicht abbringen liess.³⁴

Allerdings war die Ablehnung einer Finanzierung der Importe durch Finanzdollar angesichts der verbesserten Währungslage auch bei der SNB nicht immer unbestritten. So vertrat Hirs Anfang Februar 1948 die Ansicht, dass wegen der Passivierung der Handelsbilanz eine Aufhebung dieses Verbots anzustreben sei. Dagegen meinte Präsident Keller, unterstützt von Rossy,

32 SNB, Protokoll des Direktoriums (1948), 5./6. Februar, Nr. 161.

33 SNB, Protokolle des Direktoriums (1947), 16. Januar, Nr. 85; 10. September, Nr. 1174; 24./25. September, Nr. 1234.

34 Sieber (1946, 1948); Bosshardt (1949); Marbach (1947); Wagner (1949); Böhler (1946, 1950); Jöhr (1947). Es ist interessant, dass auch diese wissenschaftliche Diskussion sich noch ganz im Rahmen der Goldwährung bewegte.

dass man den Importeuren lediglich gestatten solle, 50% der benötigten Dollar am freien Markt zu erwerben. Man einigte sich schliesslich auf eine Verschiebung des Entscheids, welcher dann jedoch wegen eines Rückgangs des Finanzdollar-Kurses, der eine Angleichung dieses Kurses an den offiziellen nicht mehr erwarten liess, einstimmig negativ ausfiel.³⁵ Damit hatte man eine goldene Gelegenheit zur Überwindung der Marktsplaltung verpasst. Kennzeichnend für die Haltung des Direktoriums ist auch dessen Stellungnahme zur französischen Währungspolitik nach der Abwertung des französischen Frankens Anfang 1949, als Frankreich für einen grossen Teil der Transaktionen in Schweizer Franken einen freien Kurs einführte. Die SNB hatte zuvor bei den eidgenössischen Behörden vergeblich mit dem Begehren interveniert, dass sie einen solchen freien Markt in den Verhandlungen mit Frankreich möglichst verhindern sollten.

Das Ende der Dollarbewirtschaftung wurde schliesslich durch die Bundesbehörden und die Nationalbank am 23. September 1949 beschlossen, nachdem die Schweiz der Abwertung des Pfundes (um 30,52%) und vieler anderer Währungen nicht gefolgt war. Nach dieser faktischen Aufwertung des Frankens schienen die Gründe für eine Beibehaltung der Devisenbann-Wirtschaft gegenüber dem Dollar auch der SNB nicht mehr gegeben zu sein. Man sah daher von einer Abwertung des Frankens ab, ausser einer verborgenen um 1%, die von den Vertretern der Exportinteressen unterstützt wurde.³⁶ Allerdings wurden die Vorschriften betreffend den Handel und die Ein- und Ausfuhr von Gold erst 1951 gelockert und 1952 aufgehoben. Auch hatte die SNB noch Ende 1949 eine Anfrage der Preiskontrollstelle, ob mit den Höchstpreisen für alle anderen Metalle auch der Höchstpreis für Gold aufgehoben werden solle, ablehnend beantwortet. Als die Frage der Lockerung der Goldhandelsvorschriften im Direktorium diskutiert wurde, sprachen sich Keller und Rossy dagegen aus, während Hirs eine solche eher befürwortete.³⁷

2.2.3 Die Beteiligung der SNB am Washingtoner Abkommen von 1946

Wie erwähnt, musste sich die Schweiz im Washingtoner Abkommen bereit erklären, den Alliierten 250 Mio. Franken zu zahlen, um eine Deblockierung ihrer Vermögen und die Aufhebung anderer Sanktionen zu erreichen (siehe 1.10). Der Bundesrat drängte die Nationalbank, sich an der Aufbringung dieser Summe zu beteiligen. Zur Begründung erwähnte er zunächst die

35 SNB, Protokolle des Direktoriums (1948), 5./6. Februar, Nr. 161; 12. Februar, Nr. 193.

36 SNB, Protokolle des Direktoriums (1949), 22./23. September, Nr. 1000 und Nr. 1015; 13. Oktober, Nr. 1086.

37 SNB, Protokolle des Direktoriums (1949), 3. November, Nr. 1174 und Nr. 1180.

Lasten, die auf den Bund zukämen. Ausserdem wies er auf die Anschuldigungen der Alliierten hin, dass die SNB während des Kriegs von der Deutschen Reichsbank illegal erworbenes Gold gekauft habe. Der Abschluss des Abkommens liege daher auch in ihrem Interesse, da sonst mit einem Prozess in den Vereinigten Staaten gerechnet werden müsse, dessen Ausgang ungewiss sei. Anfänglich weigerten sich Direktorium und Bankausschuss entschieden, einen Beitrag zu leisten. In einem Brief an den Vorsteher des EFD, Bundesrat Ernst Nobs, betonte der Bankausschuss, dass die durch das Nationalbankgesetz formulierten Aufgaben es der SNB nicht erlaubten, sich zu beteiligen. Man sei jedoch bereit, dem Bund bei der Finanzierung seiner Zahlungen zu helfen.³⁸ Die Goldtransaktionen mit Deutschland seien in gutem Glauben erfolgt und vom Bundesrat immer gebilligt worden.

Dieser Standpunkt konnte jedoch wegen des wachsenden Drucks von Seiten des Bundesrats nicht aufrechterhalten werden. So kam man bei der SNB schliesslich auf die Idee, an die 250 Mio. Franken einen Beitrag aus den 145 Mio. Franken zu leisten, die sich noch in der Reserve für Währungsoperationen befanden. Dabei handelte es sich um den Restbetrag von etwa 620 Mio. Franken Gewinn, der sich aus der vom Bundesrat per Dekret am 26. September 1936 durchgeführten Abwertung des Frankens ergeben hatte.³⁹ Dieser Gewinn hatte zunächst die verschiedensten Wünsche von Parteien und Interessengruppen hervorgerufen, doch konnte die Nationalbank, unterstützt vom Bundesrat, diesem Druck vorerst widerstehen.⁴⁰ Nach Ausbruch des Zweiten Weltkriegs liess sich der Zugriff auf den Fonds angesichts der Notlage jedoch nicht mehr verhindern. Am 30. April 1940 wurden 250 Mio. Franken durch Notstandsbeschlüsse des Bundesrats für kriegsbedingte Ausgaben des Bundes entnommen. Zusätzlich gingen 225 Mio. Franken an die

38 SNB, Protokoll des Bankausschusses (1946), 13. Juni, S. 204–213.

39 Dieser Betrag ergab sich als Gewinn aus der Frankenabwertung, der eine entsprechende Aufwertung des Goldes gegenüberstand, wobei zunächst der kleinste im Abwertungsbeschluss vorgesehene Abwertungssatz als Grundlage genommen wurde. Diesem entsprach eine Aufwertung des Goldes um 35,033%. Bei einem Goldbestand von 1537 Mio. Franken ergab dies 538 Mio. Franken. Davon wurden dem Währungsausgleichsfonds 533,5 Mio. Franken zugewiesen. Durch Bundesratsbeschluss vom 3. Juni 1940 wurde die SNB ermächtigt, ihren Goldbestand mit höchstens 4920.63 Franken pro Kilogramm Feingold zu bewerten, was einer Goldaufwertung um 42,857% gegenüber dem Stand vor der Frankenabwertung entsprochen hätte. Die SNB machte davon jedoch nicht in vollem Umfang Gebrauch und bewertete das Kilogramm Gold mit 4869.80 Franken, was ihrem Ankaufspreis entsprach. Diese Höherbewertung ergab einen Gewinn von 101 Mio. Franken. Davon wurden 87 Mio. Franken der Reserve für Währungsoperationen zugewiesen, die restlichen 14 Mio. Franken wurden für die Kosten von Goldoperationen verwendet. Siehe dazu SNB (1957), S. 133 ff.

40 SNB (1957), S. 133.

Kantone, zu einem guten Teil ebenfalls für die Aufrüstung und für eine bereits vor Kriegsbeginn initiierte Beschäftigungspolitik. Der Restbetrag blieb als Reserve für Währungsoperationen bei der Nationalbank.

Direktorium, Bankausschuss und Bankrat schlugen nun vor, 100 Mio. Franken dieser Reserve für die Zahlungen im Rahmen des Washingtoner Abkommens zu verwenden. Der Bankrat entschied nach einer ausgiebigen Diskussion mehrheitlich: «1. Eine Rechtspflicht der Bank zur Beteiligung an der Aufbringung der 250 Millionen Franken besteht nicht. 2. Sollten die Bundesbehörden beschliessen, dass die Reserve für Währungsoperationen der Nationalbank [...] zur Entlastung des Bundes bei der Regelung der von ihm gemäss Washingtoner Abkommen zu erfüllenden finanziellen Verpflichtungen herangezogen werden soll, so hätte die Nationalbank gegen die Entnahme von 100 Millionen Franken aus dieser Reserve keine Einwendungen zu erheben [...] 3. Eine allfällige Entnahme aus der Reserve [...] müsste auf dem Wege der Gesetzgebung beschlossen werden.»⁴¹ Dieser Vorschlag wurde auf Initiative der SNB mit dem EFD diskutiert und in der Botschaft des Bundesrats an das Parlament weit gehend akzeptiert. Allerdings drängte das EFD die SNB zu erklären, dass sie nicht nur keine Einwendungen gegen die Entnahme der 100 Mio. Franken aus der Reserve habe, sondern dieser zustimme. Diese Formulierung wurde schliesslich vom Bankrat akzeptiert.⁴²

Die Annahme des geschilderten Vorschlags im Bankrat erfolgte jedoch wegen der unklaren Eigentumsrechte an der Reserve erst nach heftiger Diskussion. In dieser wurde unter anderem argumentiert, dass die Reserve Eigentum der Nationalbank geworden sei. Da die SNB eine Aktiengesellschaft sei, gehöre ein Teil ihres Eigentums den Aktionären. Die Aktionärsversammlung müsse daher befragt werden. Ohne deren Zustimmung werde ein gefährlicher Präzedenzfall geschaffen. «Wir sehen heute sich überall die Konflikte zwischen öffentlichem und privatem Recht mehren. Vermeiden wir es daher, unsererseits das private Recht, das Recht des ehrlichen Bürgers, preiszugeben.» Andere Mitglieder des Bankrats führten aus, dass die Reserve für Währungsoperationen rechtlich nur für währungspolitische Zwecke verwendet werden dürfe. Doch diese Einwände wurden zurückgewiesen und deren Anhänger überstimmt.⁴³

41 SNB, Protokoll des Bankausschusses (1946), 25./26. September, S. 360;

Protokolle des Bankrates (1946), 25. September, S. 402–412; 2. November, S. 415.

42 SNB, Protokoll des Bankrates (1946), 2. November, S. 415–420.

43 SNB, Protokoll des Bankrates (1946), 25. September, S. 402–412.

2.2.4 *Mit der Europäischen Zahlungsunion zur Konvertierbarkeit der westeuropäischen Währungen*

Grundzüge der Europäischen Zahlungsunion (EZU)

Schon die Konferenz von Bretton Woods hatte 1944 unter Führung der Vereinigten Staaten und Grossbritanniens versucht, die Devisenzwangswirtschaft der Zwischenkriegszeit und des Zweiten Weltkriegs durch ein internationales Abkommen zu überwinden. Durch dieses wurde ein System mit dem Internationalen Währungsfonds (IWF) als Organisation geschaffen, das auf einer abgeschwächten Goldwährung mit festen, aber anpassbaren Wechselkursen beruhte. Es sah im Rahmen des Fonds die Möglichkeit relativ kurzfristiger Kredite (Ziehungen) vor, mit denen vorübergehende Zahlungsbilanzschwierigkeiten überwunden werden sollten. Das System beruhte auf einer abgeschwächten Goldwährung, weil nur Währungsbehörden berechtigt waren, beim Schatzamt der Vereinigten Staaten Dollar zur festen Parität von 35 Dollar je Unze in Gold umzuwandeln oder zu beziehen. Zum System von Bretton Woods gehörte auch die Weltbank, eigentlich Internationale Bank für Wiederaufbau und Entwicklung, von der zunächst vornehmlich erwartet wurde, dass sie den Wiederaufbau Europas durch langfristige Kredite unterstütze. Die Schweiz stand einem Beitritt zu den Institutionen von Bretton Woods von Anfang an skeptisch gegenüber, obwohl dieser immer wieder erörtert wurde und das Land seit Anfang der 1960er Jahre eng mit ihnen zusammenarbeitete. Bekanntlich erfolgte der Beitritt erst 1992, nachdem mit der Aufhebung der Goldeinlösepflicht durch Präsident Nixon im August 1971 und der Aufgabe fester Wechselkurse im Jahre 1973 längst wesentliche Pfeiler des Systems zerbrochen waren.

Tatsächlich stellte sich bald heraus, dass die Institutionen von Bretton Woods für die Beseitigung des Bilateralismus und der Devisenzwangswirtschaft in Europa eine völlig untergeordnete Rolle spielten. Vielmehr erfolgten die entscheidenden Schritte im Rahmen der Marshallplanhilfe der Vereinigten Staaten mit der Gründung der Organisation für europäische wirtschaftliche Zusammenarbeit (OECE) und, innerhalb ihres Rahmens, der EZU. Diese war 1950 nach längeren Verhandlungen durch 18 westeuropäische Staaten geschaffen worden und umfasste auch deren überseeische Währungsräume. Bereits unmittelbar nach der Gründung der EZU entschieden sich ihre Mitglieder, 60% des Handels zu liberalisieren. Die Restriktionen für Kapitalbewegungen waren davon jedoch nicht betroffen. Hier setzte erst später eine gewisse Liberalisierung durch die EZU-Länder ein.

Kennzeichnend für die EZU war der multilaterale Ausgleich der Salden der bilateralen Handels- bzw. Ertragsbilanzen, so dass der Handel zwischen je

zwei Ländern nicht mehr durch die bilateralen Erlöse des Schwächeren begrenzt wurde. Die danach verbleibenden Salden bestanden für Schuldner und Gläubiger gegenüber der EZU und lauteten auf Rechnungseinheiten, die dem Dollar entsprachen. Jedes Land erhielt eine Quote in Höhe von 15% seiner Umsätze. Diese Quote wurde in fünf Tranchen eingeteilt. Salden im Rahmen der ersten Tranche wurden Schuldnern voll auf Kredit gewährt. Für die folgenden Tranchen nahm der Anteil, der in Gold zu zahlen war, mit jeder Tranche zu. Ging der Saldo über die Quote hinaus, so musste das Schuldnerland den entsprechenden Teil voll in Gold oder Dollar begleichen. Gläubigerländer erhielten oberhalb der ersten Tranche 50% in Gold oder Dollar.

Insgesamt ergab das bei voller Ausnützung der Quoten ein Verhältnis von Kreditgewährung zu Gold- bzw. Dollarzahlungen von 60 zu 40. Soweit die EZU die Salden der Schuldner durch Kredite finanzierte, wurden diese letztlich von den Gläubigern und (wegen einer Erstausrüstung mit Marshallplangeldern in Höhe von 350 Mio. Dollar) durch das Schatzamt der Vereinigten Staaten finanziert. Später wurde der Anteil der Salden, die in Gold oder Dollar zu zahlen waren, sukzessive erhöht. Zunächst ging man zu einem Verhältnis von 50:50 für alle Tranchen über. In den letzten Jahren der EZU wurde schliesslich ein Verhältnis von 25:75 festgelegt. Wichtig war, dass die aus dem bilateralen Zahlungsverkehr stammenden Schulden vor Beginn der EZU konsolidiert und mit festen Tilgungsverpflichtungen versehen wurden.

Geleitet wurde die EZU durch ein Direktionskomitee (Managing Board). Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) war verantwortlich für die sich ergebenden administrativen und bankmässigen Operationen. Dies, obwohl die Amerikaner an der Konferenz von Bretton Woods, in dieser Frage Norwegen vorschubend, energisch die Abschaffung der BIZ betrieben hatten.⁴⁴ Da die Entstehung und die Entwicklung der EZU sowie die Mitwirkung der Schweiz bereits anderswo eingehend geschildert worden sind, braucht hier nur insoweit darauf eingegangen zu werden, als die Schweiz und besonders die SNB davon währungspolitisch betroffen waren.⁴⁵

Die Diskussion über den Beitritt der Schweiz

Die schweizerischen Behörden und die Nationalbank nahmen gegenüber den Bestrebungen zu einer Liberalisierung des Handels und zur Schaffung eines multilateralen Zahlungssystems eine zögernde Haltung ein, wollten eine Beteiligung aber nicht ausschliessen. Zum einen ging es an internen

44 Bericht Bretton Woods (1944).

45 Siehe etwa Kaplan und Schleiminger (1989) oder Schwerdtel (1992).

Konferenzen darum, wie man eine Diskriminierung von «non-essentials», also beispielsweise von Luxusgütern wie hochwertigen Uhren und besonders auch des Tourismus, durch Schwachwährungsländer bei den Verhandlungen vermeiden könnte.⁴⁶ Eine solche war möglich, da andere EZU-Mitglieder verlangen konnten, entsprechende Güter und Dienstleistungen von der Liste der zu liberalisierenden Güter auszuschliessen. Zum anderen ging es um die Frage einer Begrenzung der Kredite durch die Schweiz. Diese war angesichts der Verluste, die der Bund gerade durch die Abwertung des Pfundes in Höhe von knapp 79 Mio. Franken erlitten hatte, aktuell.⁴⁷ Man kam zum Schluss, dass die fallweise Krediterteilung in bilateralen Verhandlungen vorzuziehen sei, um damit eine wirksame handelspolitische Waffe zu behalten, mit der man die Zusammensetzung der Ausfuhren beeinflussen konnte.⁴⁸ Bei einer weiteren Besprechung mit der «Ständigen Delegation für Wirtschaftsverhandlungen mit dem Ausland»⁴⁹ unterstrich der Vertreter des Vororts, Heinrich Homberger, jedoch «das wirtschaftliche Interesse, das die Schweiz angesichts der rückläufigen Konjunktur an den Pariser Bestrebungen [zur Schaffung der EZU] besitzt». In einem Bericht des Direktoriumspräsidenten, Paul Keller, über die Bestrebungen im Rahmen der BIZ zur Vermeidung einer neuen permanenten Institution und zur Vereinfachung der bisherigen Pläne wurde betont, dass es Aufgabe der schweizerischen Delegation sei, diese Bestrebungen zu unterstützen. Ausserdem solle sie für alles eintreten, was die Gläubigerstellung im System stärke.⁵⁰ Schliesslich wurden in einer Besprechung mit der bundesrätlichen Finanz- und Wirtschaftsdelegation die Vor- und Nachteile einer Beteiligung nochmals erörtert und festgestellt, dass der Anteil der schweizerischen Ausfuhren an den zu liberalisierenden Einfuhren in einzelnen Ländern zwar bedeutend sei, aber bezüglich einzelner Fragen, besonders mit Blick auf den des Tourismus, noch schweizerische Begehren vorzubringen seien. Der Direktor der Finanzverwaltung, Max Iklé, erklärte, dass das Finanzengagement des Bundes, der ja nach schweizerischer Regelung allfällige Kredite zu übernehmen hatte, tragbar sei. Ohne Begeisterung wurde dem Bundesrat beantragt, die Zustimmung der Schweiz zum Beitritt an der Ministerratssitzung vom 6. Juli 1950

46 SNB, Protokoll des Direktoriums (1949), 1. September, Nr. 927.

47 SNB, Protokoll des Direktoriums (1949), 13. Oktober, Nr. 1086.

48 SNB, Protokoll des Direktoriums (1949), 8. September, Nr. 953.

49 Die Ständige Delegation wurde 1939 geschaffen. Ihr gehörten Spitzenbeamte des Eidgenössischen Volkswirtschaftsdepartements und des Politischen Departements sowie der Direktor des Vororts und der Sekretär des Schweizerischen Bauernverbandes an. Je nach Problemstellung wurden weitere Vertreter der Behörden und der Wirtschaft beigezogen.

50 SNB, Protokoll des Direktoriums (1950), 8. April, Nr. 348.

in Paris zu erklären, unter Vorbehalt der Zustimmung durch das Parlament und der Regelung einiger wichtiger Punkte, die in einem Aide-Mémoire festgehalten werden sollten.⁵¹

Die Verhandlungen hatten ergeben, dass die von der Schweiz bevorzugte bilaterale Regelung der möglichen Kreditgewährungen ausgeschlossen war. Stattdessen hatte die Schweiz eine Quote von 20% gegenüber der EZU ausgehandelt, was 600 Mio. Franken als obere Kreditgrenze ergab. Diese Summe entsprach dem bisherigen bilateral bestehenden Kreditrahmen. Dazu kam eine mögliche Erhöhung durch eine so genannte Rallonge, die nochmals 50% der Quote betrug. Damit erklärte sich auch das EFD einverstanden. Vorausgesetzt war dabei, dass die bisherigen bilateralen Schulden innerhalb eines begrenzten Zeitraums getilgt würden, wie es im Abkommen vorgesehen war.⁵² Der Bundesrat stimmte am 26. Juli 1950 diesem Vorgehen zu.

Die Überschüsse der Schweiz gegenüber der EZU bis 1953 und ihre Bedeutung für die Zentralbankgeldmenge

Am 1. November 1950 erfolgte der formelle Beitritt der Schweiz zur EZU. Dort gelang es der Schweiz, eine für ihre Grösse relativ bedeutsame Rolle zu spielen. Sie war «ein ausserordentlich vokales Mitglied». Nach zwei, drei Jahren gehörte sie bereits mit Belgien, (West-)Deutschland und den Niederlanden zu einer Interessengruppe von Gläubigerländern, die versuchte, «die EZU, die ursprünglich nur für zwei Jahre gedacht war, etwas schneller an die Konvertibilität heranzuführen, indem man das automatische Kreditlending reduzierte und den Barausgleich der monatlichen Salden in Gold oder Dollar [...] erhöhte.»⁵³ Der Vorsteher des II. Departements, Rossy, war sogar von Anfang an eines von nur sieben Mitgliedern des Direktionskomitees der EZU.

Von grosser Bedeutung war in den ersten Jahren der Mitgliedschaft die Entwicklung der Zahlungsbilanz gegenüber den Ländern der EZU, da diese einen wachsenden Überschuss zugunsten der Schweiz aufwies. Bereits am 15. Oktober 1951 betrug er 410 Mio. Franken. Im September 1953 war die schweizerische Quote voll und darüber hinaus die Rallonge zu einem Drittel ausgeschöpft. Die von der Schweiz der EZU zu gewährenden Kredite wurden zwar im Unterschied zu anderen Ländern vom Bund getragen und führten daher nicht zu einer Vermehrung der Zentralbankgeldmenge. Die Nationalbank befürchtete jedoch, dass der Bund die steigenden Lasten eines Tages

51 SNB, Protokoll des Direktoriums (1950), 5. Juli, Nr. 706.

52 Memorandum (1950).

53 Günther Schleiminger, seinerzeit stellvertretender deutscher Direktor bei der EZU, siehe: SNB, Interview Schleiminger (2004).

nicht mehr tragen könne und sie ihm dann Kredite gewähren müsse, die eine entsprechende Geldschöpfung nach sich ziehen würden.

Angesichts der beschriebenen Entwicklung fand daher auf Anregung des EFD Anfang September 1953 eine Besprechung mit der bundesrätlichen Finanz- und Wirtschaftsdelegation statt, an der die Mitglieder des Direktoriums sowie Vertreter des Vororts und der Banken teilnahmen. Bundesrat Max Weber wies zunächst darauf hin, dass angesichts der strukturellen Gläubigerposition der Schweiz in der EZU kein Ende der staatlichen Kreditgewährung abzusehen sei. Direktor Iklé schlug vor, zur Verminderung der Überschüsse die Reiseausgaben von Schweizern im Ausland, die Überweisungen italienischer Arbeiter nach Italien und gegebenenfalls auch Zins- und Dividendenzahlungen aus der Schweiz nach EZU-Ländern in den gebundenen Zahlungsverkehr zu verlagern. Auch schlug er eine Erhöhung der Kapitalexporte im Rahmen der EZU vor. Minister Alfred Zehnder regte eine Diskussion über die Möglichkeit einer privaten Finanzierung der Überschüsse an.⁵⁴ Schon zuvor hatte man über die wachsenden Vorauszahlungen aus der EZU für Importe geklagt, die offenbar mit Abwertungserwartungen für den französischen Franken und das Pfund zusammenhingen.

Im November 1951 wurde in der Ständigen Wirtschafts- und Verhandlungsdelegation diskutiert, ob für die einzelnen EZU-Länder Exportplafonds festgelegt werden sollten.⁵⁵ Auch sei mit der Maschinen- und Uhrenindustrie Fühlung zu nehmen und eine Kontingentierung der Auszahlungen zu erörtern. Der Kapitalverkehr müsse schärfer überwacht werden. Das Direktorium stellte im Anschluss daran fest, «dass die neuerliche Verflüssigung des Geld- und Kapitalmarktes zur Hauptsache von den Auszahlungen für Rechnung von [...] [EZU]-Ländern» herrühre.⁵⁶

Tatsächlich kam es zu einem Bundesratsbeschluss, in dem ausländische Vorauszahlungen für schweizerische Exporte der Überwachung unterstellt wurden. Und die Banque de France leitete selbst Massnahmen zur Reduktion der übermässigen französischen Guthaben bei schweizerischen Banken ein. Schliesslich beschränkte auch Grossbritannien die Abgabe von Devisen für den Reiseverkehr und für zahlreiche schweizerische Exportprodukte stark. Wie das Direktorium befriedigt feststellte, wurde bei der Besprechung mit der Finanz- und Wirtschaftsdelegation des Bundesrates eine Regelung der gleichen Art auch für andere Länder, notfalls mit Hilfe bilateraler Verhand-

54 SNB, Protokoll des Direktoriums (1953), 10. September, Nr. 904.

55 SNB, Protokolle des Direktoriums (1951), 18. Oktober, Nr. 1052 und Nr. 1081.

56 SNB, Protokoll des Direktoriums (1951), 21. November, Nr. 1193.

lungen, ins Auge gefasst. Die übertriebene Liberalisierung müsse wieder auf ein angemessenes Gleichgewicht zurückgeführt werden.⁵⁷ Im Warenverkehr wurden danach von der Schweiz einschränkende Massnahmen und schärfere Kontrollen eingeführt bzw. vorbereitet. Gleiches wurde auch für den Finanzsektor, besonders für den Transfer von Zinsen und Erträgen gefordert.⁵⁸ Schliesslich führte der Bund auf Vorschlag Hombergers vom Vorort eine Gebühr von 0,875% auf Auszahlungen ein, die im Rahmen von Krediten innerhalb der EZU an das Ausland gingen. Diese Gebühr sollte vermutlich ausser der Dämpfung der Exporte auch die Kreditkosten des Bundes decken. Allerdings setzten die ausländischen Zentralbanken bald durch, dass ihre Bezüge von Banknoten davon ausgenommen wurden.⁵⁹

Worin bestand die Auswirkung des Überschusses der Zahlungsbilanz mit den EZU-Ländern auf die Geld- und Währungspolitik der SNB? Zunächst hatte die Kreditgewährung durch den Bund im Rahmen der EZU keine expansive Wirkung auf die schweizerische Geldmenge, da sich dieser die benötigten Mittel durch Kreditaufnahme am schweizerischen Kapitalmarkt oder aus Steuereinnahmen verschaffte. Eine Erhöhung der Geldmenge ergab sich nur, wenn die Nationalbank dem Bund das von der EZU erhaltene Gold abkaufte oder wenn Kredite vom Ausland zurückbezahlt wurden und der Bund diese Mittel zur Verminderung seiner inländischen Schulden oder für Ausgaben im Inland verwendete. Hierin bestand ein Unterschied zu anderen Gläubigerländern, bei welchen die Zentralbank die Kredite gewährte. In diesem Zusammenhang ist es interessant, dass sich die SNB verschiedentlich gegen eine vorzeitige Tilgung von kündbaren Schulden der EZU-Länder aussprach, weil dies eine Erhöhung der Zentralbankgeldmenge bedeutet hätte. Dabei kam es sogar zu einer Auseinandersetzung mit der EZU, als sich die SNB gegen eine vorgesehene vorzeitige Rückzahlung der französischen Schuld wegen der Belastung der EZU-Quote wandte.⁶⁰ Denn eine solche wirkte ja wie ein positiver

57 SNB, Protokoll des Direktoriums (1951), 29. November, Nr. 1226. Auch 1953 wurde in einer Besprechung mit der Finanz- und Wirtschaftsdelegation gegen Pläne der EZU für eine 100%ige Liberalisierung des Handelsverkehrs Stellung genommen, wobei u. a. der Schutz der Landwirtschaft eine Rolle spielte. Man habe der EZU schon mitgeteilt, dass dies wirtschaftlich und politisch unmöglich sei. Siehe SNB, Protokoll des Direktoriums (1953), 29. Oktober, Nr. 1088.

58 SNB, Protokoll des Direktoriums (1952), 7. Februar, Nr. 174.

59 SNB, Protokoll des Direktoriums (1952), 17. Juli, Nr. 735. Zu den Reaktionen der Zentralbanken: SNB, Protokolle des Direktoriums (1952), 21. August, Nr. 810; 28. August, Nr. 841; 23. Oktober, Nr. 1031.

60 Zum Konflikt mit der EZU siehe SNB, Protokoll des Direktoriums (1951), 1. Februar, Nr. 159; für die Stellungnahme zur vorzeitigen Kreditrückzahlung Frankreichs siehe SNB, Protokoll des Direktoriums (1951), 12. April, Nr. 427.

Saldo aus erhöhten Exporten. Und als 1954 bei einer weiteren Verlängerung der EZU beschlossen wurde, die bis zu diesem Zeitpunkt aufgelaufenen Schulden zu konsolidieren, drängte die Nationalbank erfolgreich darauf, dass der Bund die Rückzahlungen und Amortisationen im Ausland, u. a. in amerikanischen Schatzwechseln, anlegte. Der neu gewählte Vorsteher des III. Departements, Walter Schwegler, führte vor der Besprechung mit den Bundesbehörden im Direktorium aus, die Überschüsse der Schweiz seien hauptsächlich darauf zurückzuführen, «dass der Staat durch seine Teilnahme an der Zahlungsunion im Interesse der Wirtschaft nicht konvertible Währungen in konvertible umgewandelt hat, wobei die Zahlungen aus Ländern mit nicht konvertibler Valuta durch die Gewährung von Krediten noch erleichtert worden sind. [...] Es ist deshalb auch Aufgabe des Staates, dafür zu sorgen, dass aus diesem Goldanfall keine unerwünschte Geldvermehrung entsteht. Es sollte aber womöglich vermieden werden, dass der Staat in den Besitz grösserer Gold- und Devisenbestände gelangt, die er als Manipuliermasse verwenden könnte, was für die Valutapolitik der Nationalbank sich u. U. sehr präjudizierlich auswirken könnte. Es wäre somit die Blockierung des Frankengegenwertes für den Dollaranfall anzustreben.» Darauf erklärte Direktoriumspräsident Keller, ihm «schien eine Anlage in Dollars, wenigstens für einen angemessenen Teil, in amerikanischen Schatzscheinen nicht abwegig.»⁶¹

Die Auseinandersetzung mit dem Bund bezüglich Kursverlusten auf Goldübernahmen

Im Verhältnis zwischen Nationalbank und Bund kam es zu einer Auseinandersetzung über Kursverluste, die dem Bund wegen des von der SNB berechneten Ankaufspreises für Gold entstanden. Der Zahlungsverkehr mit der EZU spielte sich nämlich, wie erwähnt, auf der Basis einer Recheneinheit ab, die einem amerikanischen Dollar und damit implizit der offiziellen amerikanischen Goldparität von 35 Dollar je Unze Gold entsprach. Die Umrechnung ergab für die Schweiz einen Goldpreis von 4920.63 Franken je Kilo und einen Dollarkurs von 4.37282. Die SNB kaufte Gold jedoch nur zum Preis von 4869.80 Franken und Dollar zum Tageskurs. Da der Bund das von der EZU erhaltene Gold zum höheren Preis übernehmen musste, ihm die Nationalbank dafür jedoch nur den niedrigeren Preis bezahlte, ergaben sich Verluste, die nach Ansicht der SNB der Bund zu tragen hatte. Im Schreiben des EFD vermisste die Nationalbank, die als Agentin des Bundes handelte, eine ent-

61 SNB, Protokoll des Direktoriums (1954), 1. Juli, Nr. 699. Zur Zustimmung von Bundesrat Streuli und Direktor Iklé siehe SNB, Notiz (1954).

sprechende Zusage. Einen Vorschlag des Bundes, dass die SNB das anfallende Gold vorläufig auf dessen Rechnung entgegennehmen und die Abrechnung erst bei Liquidation des Goldes erfolgen solle, lehnte das Direktorium ab. Es stellte fest, es gebe «nur zwei Möglichkeiten: entweder übernimmt der Bund das Gold für seine Rechnung, in welchem Falle ihm Zinsverluste entstehen, oder er überlässt das Gold der Nationalbank und vergütet dieser die Differenz zwischen ihrem Ankaufs- und dem Übernahmepreis.» Ausserdem machte Hirs das EFD darauf aufmerksam, dass je nach Lieferort des Goldes auch noch vom Bund zu tragende Transportkosten entstehen könnten.⁶² Die SNB setzte sich durch, und dem Bund entstanden vom 26. Oktober 1949 bis zum 24. September 1950 (die Regelung galt auch schon vor dem Beitritt zur EZU für bilaterale Beziehungen) Kosten in Höhe von 268 638 Franken. Hirs trat deshalb dafür ein, dem Bund diese Kosten in Zukunft nicht mehr zu belasten, womit Rossy jedoch keineswegs einverstanden war. Nachdem Keller angeregt hatte, die Initiative dem Bund zu überlassen, wurde beschlossen, mit der Entlastung des Bundes noch zuzuwarten.⁶³ Im Januar 1952 machte das EFD darauf aufmerksam, dass dem Bund im Zahlungsverkehr mit der EZU insgesamt ein Verlust von 2,1 Mio. Franken entstanden sei. Die SNB habe auf Kosten des Bundes ansehnliche Gewinne erzielt und man frage deshalb, ob die Kursverluste nicht reduziert werden könnten. In ihrer Antwort wies die Nationalbank darauf hin, dass sie den entsprechenden Ankaufskurs des Dollar bereits von 4.3168 Franken auf 4.3276 Franken erhöht habe. Ausserdem sei sie bereit, dem Bund aus dem Ertrag des Vorjahres mit den EZU-Ländern einen einmaligen Betrag von 362 206 Franken zu überweisen.⁶⁴

Die Mitwirkung der Schweiz in der EZU und der Übergang zum Europäischen Währungsabkommen (EWA)

Gegen Ende 1953 änderte sich die finanzielle Position der Schweiz in der EZU; ihre Gläubigerposition verminderte sich und schlug in eine Schuldnerposition um. Gleichzeitig war es nun möglich, den Anteil der Goldzahlungen am Saldenausgleich zu erhöhen und den Liberalisierungsgrad im Handel der EZU-Ländern auf über 90% anzuheben. Der Schweiz blieben wegen ihrer Defizite nunmehr weitere Massnahmen der Devisenbann-Wirtschaft erspart. Dabei ist interessant, dass die Einführung flexibler Wechselkurse, die ja zur Beseitigung der Überschüsse und Defizite der Zahlungsbilanzen geführt

62 SNB, Protokolle des Direktoriums (1950), 7. September, Nr. 917; 21. September, Nr. 978.

63 SNB, Protokoll des Direktoriums (1950), 23. November, Nr. 1237.

64 SNB, Protokoll des Direktoriums (1952), 10. Januar, Nr. 55.

hätte, weder von der EZU noch von der Schweiz jemals ernstlich in Erwägung gezogen wurde. Gemäss Günther Schleiminger ist das Wort Wechselkurse in den offiziellen Sitzungen des Direktionskomitees der EZU nie gefallen.⁶⁵ Dabei hatten als erster Milton Friedman und dann der in Zürich lehrende Professor Friedrich Lutz entschieden auf diese Möglichkeit und ihre Vorzüge hingewiesen.⁶⁶ Allerdings war diese Ansicht damals nicht vorherrschend unter den Ökonomen; sie gewann erst im Lauf der 1960er Jahre mehr Anhänger. Direktoriumspräsident Keller wies bereits im Juni 1952 die Einführung flexibler Wechselkurse zurück. Zwar «kann [man] auf diese Weise die Devisenvorschriften lockern und sich eine administrativ schwerfällige und recht unpopuläre Politik quantitativer Einfuhrbeschränkungen ersparen. *Das Wagnis*, das in solchem Vorgehen liegt, besteht vor allem in der Unberechenbarkeit der Entwicklung auf dem befreiten Devisenmarkt und im Mitspiel der Spekulation.»⁶⁷

Trotz der Schwäche des Pfundes waren es oft die britischen Behörden, die, vermutlich wegen der Interessen der City von London und mit Blick auf die zu verteidigende Weltgeltung des Pfundes, immer wieder aktiv wurden. Sie wünschten von Anfang an die Konvertierbarkeit ihrer Währung und standen daher auch der EZU zunächst skeptisch gegenüber. Später versuchten sie vergeblich, diese mehr nach ihren Wünschen zu gestalten.⁶⁸ Aktiv wurde die Bank of England bereits 1952 bzw. 1953 mit Vorschlägen, zunächst die Devisenarbitrage zwischen den bevollmächtigten Banken der EZU-Länder und anschliessend Devisen-Termingeschäfte zuzulassen. Bis dahin waren die zwischen den Mitgliedern der EZU entstehenden Salden einzig durch die monatliche Kompensation der bilateralen Salden bei der BIZ so weit wie möglich multilateral ausgeglichen worden, und es war nicht einzusehen, warum dieser Ausgleich nicht täglich durch die Devisenarbitrage der Banken erfolgen konnte. Ähnliches galt auch für die Zulassung von Devisen-Termingeschäften, die es Exporteuren und Importeuren gestatteten, sich gegen Kursschwankungen abzusichern, und mit denen die Spekulation in einem Fixkurssystem zur Kursstabilisierung beiträgt, wenn unveränderliche obere und untere Interventionspunkte erwartet werden.

65 SNB, Interview Schleiminger (2004).

66 Friedman (1953), Kapitel «The Case for Flexible Exchange Rates», S. 157–203; Lutz (1954). Friedmans Aufsatz ging auf ein Memorandum zurück, das dieser bereits 1950 als Berater für die Finance and Trade Division of the Office of the Special Representative for Europe, United States Economic Cooperation Administration, geschrieben hatte.

67 SNB, Protokoll des Bankrates (1952), 13. Juni, S. 132, Hervorhebungen im Original.

68 Kaplan und Schleiminger (1989), S. 48–53 und S. 205–210.

Die Kenntnisse des Funktionierens der Devisenarbitrage scheinen im Direktorium zumindest begrenzt gewesen zu sein. Im Dezember 1952 wurde ihm jedenfalls ein ausführliches Zahlenbeispiel vorgelegt.⁶⁹ Nach eingehenden Verhandlungen in Basel im Rahmen der BIZ und der Zustimmung der Banken zu einer Kontrolle durch die Verrechnungsstelle und die SNB schloss sich die Schweiz der Abmachung über die Devisenarbitrage zwischen insgesamt sieben Ländern an.⁷⁰ Bezüglich einer Zulassung von Devisen-Termingeschäften hatte das Direktorium grössere Bedenken. Auch hier liess es sich zunächst das Funktionieren und die Wirkungen in einem eingehenden Bericht erläutern. Hirs äusserte sich skeptisch. Das Direktorium beschloss daher, zunächst die Ergebnisse einer Konferenz zu diesem Thema in Amsterdam abzuwarten.⁷¹ Anfänglich sah es vor, eine Beteiligung der Schweiz abzulehnen. Nachdem sich die «Ständige Delegation für Wirtschaftsverhandlungen mit dem Ausland» am 2. Oktober 1953 damit einverstanden erklärt hatte, entschloss es sich schliesslich doch zu einer Teilnahme. Die Termingeschäfte waren auf drei Monate Laufzeit beschränkt und sofort nach Abschluss der SNB zu melden.⁷² Mit diesen Entscheidungen waren wesentliche Fortschritte bei der Liberalisierung des Devisenmarktes erreicht worden.

Wie erwähnt, hatte Grossbritannien seit Anfang der 1950er Jahre verschiedentlich Pläne zu einer Konvertierbarkeit der Währungen vorgelegt, die sogar ein System flexibler Wechselkurse innerhalb gewisser Grenzen für das Pfund beinhalteten. Sie stiessen jedoch zunächst auf den Widerstand der Vereinigten Staaten, zumal sie eine automatische Kreditgewährung durch diese vorsahen. Auch Mitglieder der EZU, besonders die Gläubigerländer waren dagegen, weil sie ein schrittweises Vorgehen für realistischer hielten und eine «Härtung» der EZU durch einen höheren Anteil der Gold- und Dollarzahlungen beim Saldenausgleich vorzogen.⁷³ Trotzdem kam es nach schwierigen Verhandlungen am 29. Juli 1955 mit dem EWA zu einem Kompromiss zwischen den britischen und den kontinentalen Bestrebungen. Das EWA sah im Falle der Auflösung der EZU die Konvertibilität für Ausländer bei festen Wechselkursen vor. Zudem war im Abkommen die Gründung eines Europäischen Fonds von 600 Mio. Dollar als Sicherheitsnetz für die Länder mit schwächeren Währungen geplant. Sodann sollte die Tilgung der bei Auflösung

69 SNB, Arbitrage (1952).

70 SNB, Protokolle des Direktoriums (1953), 16. April, Nr. 414; 23. April, Nr. 439; 13. Mai, Nr. 522; 21. Mai, Nr. 556.

71 SNB, Protokoll des Direktoriums (1953), 20. August, Nr. 845.

72 SNB, Protokolle des Direktoriums (1953), 17. September, Nr. 941; 15. Oktober, Nr. 1015.

73 Kaplan und Schleiminger (1989), Kapitel 10 und 11.

der EZU noch bestehenden Schulden durch die Verteilung ihres Vermögens und durch bilaterale Tilgungsabkommen erfolgen. Kurzfristige Kredite (Interims-Finanzkredite und Swaps) sollten vorübergehende Zahlungsbilanzdefizite überbrücken.

Angesichts der sich verschlechternden Lage der britischen Zahlungsbilanz wurde jedoch die Auflösung der EZU und der Übergang zur Konvertibilität gemäss EWA mehrere Jahre aufgeschoben.⁷⁴ Erst Ende 1958 drängte Grossbritannien erneut auf Einführung der Konvertierbarkeit, nachdem es im September 1957 ein Stabilisierungsprogramm eingeleitet hatte. Wegen des Widerstands von Frankreich, dessen Währungssituation prekär war, kam es zu einer weiteren Verzögerung. Im Dezember 1958 erfolgte in Frankreich jedoch ein drastischer Sinneswandel, da sich die Regierung zu einer Kombination des Übergangs zur Konvertibilität gemäss EWA mit einer weiteren Abwertung des französischen Frankens entschieden hatte. Die Schweiz sah dem Übergang zur Konvertierbarkeit mit Skepsis entgegen, konnte jedoch ihr Einverständnis nicht verweigern. Der inzwischen zum Präsidenten des Direktoriums gewählte Walter Schwegler hielt fest, «dass die im Hinblick auf einen Übergang von der EZU zum Währungsabkommen erfolgten Vorkehrungen unter Druck [...] erfolgt sind. Infolgedessen scheinen die vom Direktorium in den Verhandlungen mit der Ständigen Wirtschaftsdelegation zum Ausdruck gebrachten Zweifel, ob das europäische Währungsabkommen auf die Dauer Bestand haben wird, berechtigt. Diese skeptische Beurteilung [...] wird übrigens sowohl von Herrn Minister Schaffner wie von Herrn Dr. Homberger geteilt. Aus diesem Grunde wurde [...] Herr Minister Soldati als schweizerischer Vertreter im OECE-Rat beauftragt, daselbst zu Protokoll zu geben, die Schweiz behalte sich einen Austritt aus dem Währungsabkommen vor, für den Fall, dass sie schwerwiegenden wirtschaftlichen Diskriminierungen seitens anderer Mitglieder des Währungsabkommens ausgesetzt würde.»⁷⁵

Der Übergang zur Konvertibilität im Rahmen des EWA brachte hinsichtlich der Belastung des Bundes keine Probleme, da per 30. November 1958 die bilateralen Schulden der Schweiz mit 327 Mio. Franken die bilateralen Guthaben von 236 Mio. Franken erheblich übertrafen. Es galt nur, eine zeitliche Koordinierung der Tilgungen sicherzustellen und eine Erhöhung der Zentralbankgeldmenge in der Schweiz bei den Rückzahlungen zu vermeiden. Dagegen stellte das Inkrafttreten des EWA die Nationalbank und den Bundes-

⁷⁴ Kaplan und Schleiminger (1989), Kapitel 12.

⁷⁵ SNB, Protokoll des Direktoriums (1958), 30. Dezember, Nr. 1434.

rat vor einige neue Fragen. Eine erste bezog sich auf die Vereinheitlichung der An- und Verkaufspreise für Dollar gegenüber den EZU-Ländern und dem Dollarraum, die sich bis zu diesem Zeitpunkt um etwa 2% unterschieden hatten. Auf Antrag des Direktoriums wurden der untere und der obere Interventionskurs auf 4.295 Franken bzw. 4.45 Franken je Dollar festgesetzt, wobei vorgesehen wurde, dass die SNB Dollar zu etwa 4.31 bis 4.32 Franken am Markte kaufen würde. Dies bedeutete eine leichte Aufwertung des Frankens um 1,0 bis 1,5% gegenüber den Währungen der EZU-Länder.

Ein weiteres Problem betraf die Frage, ob der Bund oder die SNB den schweizerischen Beitrag zum Europäischen Währungsfonds, die kurzfristigen Zwischenfinanzierungen und die Swapoperationen zu übernehmen hatte. Das Direktorium stellte sich auf den Standpunkt, dass für Beitrag und Zwischenfinanzierung allein der Bund zuständig sei, da es sich um einen Staatsvertrag handle. Swapoperationen seien zwar ihrer Natur nach Aufgabe der Nationalbank, doch dürfe sie nach dem Notenbankgesetz keine Terminoperationen vornehmen. Dieser Standpunkt wurde vom Rechtskonsulenten der SNB gestützt. Das Direktorium hielt es jedoch für richtig, dass der Nationalbank solche Geschäfte möglichst bald durch einen allgemein verbindlichen Bundesbeschluss gestattet würden. Schliesslich bestätigte das EFD in einem Schreiben vom 6. Januar 1959 den Beschluss des Bundesrates, dass die SNB die nach Art. 10 des EWA vorgesehene Zwischenfinanzierung oder die Swapoperationen für Rechnung des Bundes bis zu einem Betrag von 15 Mio. Dollar vornehmen könne. Zu prüfen sei jedoch, ob die SNB durch eine extensivere Auslegung von Art. 14 des Nationalbankgesetzes oder durch die Schaffung einer neuen Rechtsgrundlage zum Abschluss solcher Geschäfte ermächtigt werden könne.⁷⁶ Hier kündigten sich Probleme an, die in den folgenden Jahren grosse Bedeutung gewinnen sollten.

Zu intensiven Diskussionen im Direktorium führte die Frage, ob die EZU-Währungen nach dem Übergang zur Konvertierbarkeit im Ausweis der Nationalbank als Deckung für den Notenumlauf betrachtet werden könnten. Im Gegensatz zum Rechtskonsulenten lehnte Schwegler dies entschieden ab, da die fraglichen Währungen nicht direkt, sondern nur indirekt über den Dollar zur Parität in Gold tauschbar seien. Man entferne sich damit von der Goldwährung. Der Nachfolger von Paul Rossy, Riccardo Motta, und Max Iklé, der 1956 von der Finanzverwaltung ins Direktorium gewechselt hatte, vertraten die entgegengesetzte Meinung. Schliesslich wurde vom Bankausschuss ein Kompromissvorschlag des Direktoriums genehmigt, der vorsah,

76 SNB, Protokolle des Direktoriums (1958), 30. Dezember, Nr. 1434; (1959), 8. Januar, Nr. 32.

dass nur Dollarbestände als Devisen, andere konvertierbare Währungen jedoch unter dem neu geschaffenen Posten «Korrespondenten im Ausland» ausgewiesen werden sollten.⁷⁷

2.3 Die Schweiz und das System von Bretton Woods

2.3.1 Ausgangslage

Mit dem Übergang zur Konvertierbarkeit der westeuropäischen Währungen, die allerdings in den meisten Fällen, einschliesslich des Pfundes, nur für Devisenausländer galt und bei dem verschiedene Länder noch Elemente der Devisenzwangswirtschaft beibehielten, war das Problem der Unterbewertung des Frankens keineswegs hinfällig geworden. Vielmehr nahmen die Überschüsse der Zahlungsbilanz mit der erweiterten Liberalisierung des Handels- und in steigendem Masse auch des Kapitalverkehrs eher zu. Diese Feststellung wird durch die Entwicklung der Gold- und Devisenreserven verdeutlicht. Während diese von 1945 bis 1959 um 3897 Mio. Franken, also um 81,1% wuchsen, nahmen sie von 1959 bis 1971 um 13 588 Mio. Franken oder um 144,2% zu. Da das Wachstum der Zentralbankgeldmenge in diesen Jahren ganz überwiegend durch den Ankauf von Gold und Devisen durch die Nationalbank bestimmt wurde, überrascht es nicht, dass sie von 1945 bis 1959 entsprechend um 3837 Mio. Franken, d. h. um 80% (im Jahresdurchschnitt 4,3%) expandierte, während sie sich von 1959 bis 1971 um 12 449 Mio. Franken, also um 156,1% (8,2%) erhöhte. Es ist daher auch nicht erstaunlich, dass sich die Inflation bei praktisch gleichem Wirtschaftswachstum beschleunigte. Hatte das durchschnittliche jährliche Wachstum des realen BSP 1945 bis 1959 4,4% und 1959 bis 1971 4,9% betragen, so beschleunigte sich die Inflation von durchschnittlich 1,2% in der ersten Periode auf 3,5% in der zweiten Periode.

Da SNB und Bund von einer Aufwertung des Frankens auch nach der ersten Aufwertung der Deutschen Mark und des Holländischen Guldens um 5% Anfang März 1961 nichts wissen wollten,⁷⁸ blieben zur Bekämpfung der Probleme nur die unzureichenden Möglichkeiten der Devisenbann-Wirtschaft und die Eindämmung der inländischen Liquidität durch administra-

77 SNB, Protokolle des Direktoriums (1959), 8. Januar, Nr. 32; 15. Januar, Nr. 53.

78 SNB, Erinnerungen Iklé (o. J.), S. 241. In SNB, Protokoll des Direktoriums (1961), 9. März, Nr. 296 wird ausgeführt: «Das Direktorium gab sich insbesondere Rechenschaft darüber, dass von einer Unterbewertung des Schweizerfrankens im Vergleich zu den massgebenden ausländischen Währungen keine Rede sein kann, was namentlich aus den hohen Einfuhrüberschüssen und dem hohen Lohn- und Kostenniveau erhellt.»

tive Kreditbegrenzungen. Beides wurde auf gewohnte Weise durch Gentlemen's Agreements und staatliche Verbote versucht. Dazu kamen innovative Anwendungen von Swaps sowie oft gegen Abwertungen gesicherte Kredite des Bundes und zunehmend auch der Nationalbank an ausländische Zentralbanken, besonders an die Bank of England und das amerikanische Schatzamt bzw. das Federal Reserve System.

Diese neuen Massnahmen stützten die Devisenkurse von Pfund und Dollar und führten im Inland zu einem wenigstens vorübergehenden Abfluss zugeströmter Devisen. Entsprechende Massnahmen wurden auch von anderen europäischen Zentralbanken ergriffen und erlaubten die Erhaltung des Systems von Bretton Woods bis Anfang der 1970er Jahre trotz der zu expansiven amerikanischen Geldpolitik, die keinerlei Rücksicht auf die Erfordernisse selbst eines abgeschwächten Goldstandards nahm. Letzteres wird bereits dadurch belegt, dass die amerikanischen Goldbestände in der Periode von 1960 bis 1970 von rund 18 Mrd. auf 11 Mrd. Dollar zurückgingen, während die liquiden Verbindlichkeiten gegenüber Ausländern von 21 Mrd. auf 43 Mrd. Dollar anstiegen. Angesichts dieser Sachlage hätte nur eine restriktivere Geldpolitik der Vereinigten Staaten oder eine wesentlich expansivere von Ländern wie der Schweiz und Deutschland den Dollarkurs und damit das System von Bretton Woods auf Dauer sichern können. Letztere waren jedoch nicht bereit, eine noch höhere importierte Inflation als Folge der zu lockeren amerikanischen Politik hinzunehmen. Und die Vereinigten Staaten wollten zwar den Kurs von 35 Dollar je Goldunze beibehalten. Aber, wie Allan Meltzer schreibt: «This objective required monetary policy either to accept the inflation rate or price level consistent with the \$ 35 gold price or to pursue a domestic employment goal by adopting controls and restrictions on trade or capital movements. Roosa [Undersecretary of the Treasury] chose capital controls.»⁷⁹

2.3.2 *Der Bruch mit einer Tradition: Beteiligung der Nationalbank an internationalen Währungskrediten*

Wie erwähnt, waren öffentliche Kredite an das Ausland bis zum Ende der EZU durchwegs vom Bunde übernommen worden, was mit den gesetzlichen Vorschriften für die Nationalbank begründet wurde. Dies hatte den Vorteil, dass der Kredit aus Steuern oder Anleihen zu finanzieren war und nicht zu einer Geldschöpfung durch die SNB führte. Solche Kredite belasteten jedoch das Budget des Bundes und schränkten die Handlungsfähigkeit der SNB an

⁷⁹ Meltzer (2005), Kapitel 5, S. 1.

den Devisenmärkten massiv ein, zumal ihr, nach ihrer eigenen Gesetzesinterpretation, keine Devisen-Termingeschäfte erlaubt waren. Eine Änderung kündigte sich anlässlich der beschriebenen Diskussion um die Erfüllung der Bestimmungen des EWA an. Ein tief greifender Wandel dieser Politik wurde dann von der SNB besonders auf Initiative des kreativen Vorstehers des III. Departements, Max Iklé⁸⁰, ab 1959 eingeleitet, während ihr Präsident, Walter Schwegler, sich zunächst strikt ablehnend verhielt.

Schon im Oktober 1955 hatte die BIZ der Nationalbank angeboten, ihr im Rahmen eines Swapgeschäftes mit einer Laufzeit von drei oder sechs Monaten Dollar gegen Gold abzunehmen.⁸¹ Das zeigt, dass in der BIZ die Kenntnisse für solche Geschäfte während der Zeit des Bilateralismus bewahrt worden waren, wobei besonders Paul van Zeeland, Donald McDonald und Hans Heinrich Mandel zu erwähnen sind. Beim vorgeschlagenen Geschäft wollte die BIZ der SNB per Kassa Gold gegen Dollar verkaufen und das Gold gegen Dollar auf Termin, also beispielsweise mit Fälligkeit nach drei Monaten, zurücknehmen. Der Unterschied zwischen Termin- und Kassakurs des Goldes in Dollar hätte der SNB eine Verzinsung von 1,75% gebracht. Ein solches Geschäft über das Jahresende hätte sich im Jahresausweis der SNB in einer erwünschten Erhöhung der Gold- und einer Verminderung der Dollarbestände niedergeschlagen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Nationalbank bereits damals zur Aufrechterhaltung fixer Wechselkurse zum Jahresende grössere Dollarbestände von den schweizerischen Banken für Franken kaufen musste. Sie tat dies durch Franken/Dollar-Swaps, mit deren Hilfe die Banken einen höheren Bestand an liquiden Frankenanlagen in ihren Bilanzen ausweisen konnten (Window-Dressing).⁸²

Gegen den Vorschlag der BIZ wandte Walter Schwegler, damals noch Vorsteher des III. Departements, ein, «dass solche Operationen für die Nationalbank nicht in Frage kommen können. Einmal sei sie gesetzlich nicht berechtigt, Terminoperationen zu tätigen, und sodann sei sie nicht gewillt, das Risiko auf den Dollars zu tragen.»⁸³ Die letzte Feststellung beruhte allerdings

80 Iklé, seiner Ausbildung nach Jurist, war kreativ und eignete sich die erforderlichen ökonomischen Kenntnisse ohne Schwierigkeiten an. «In allen Gebieten, die ich kenne, war er brillant», so Hans Stahel, langjähriger Leiter der Devisenabteilung der Nationalbank, in SNB, Interview Stahel (2005). «Es erfüllt uns mit Freude und Genugtuung, dass Ihre ideenreichen Initiativen unsere Kontakte zu den Zentralbanken verstärkt und die Zusammenarbeit mit ihnen vertieft haben.» Hans Heinrich Mandel in einem Brief an Iklé anlässlich von dessen Ausscheiden aus der SNB, BIZ an Iklé (1968).

81 BIZ, Möglichkeit eines Dollar/Gold-Swaps (1955), BIZ, Verwendung unserer Goldbestände (1955a, 1955b, 1955c).

82 SNB, Protokoll des Direktoriums (1955), 8. Dezember, Nr. 1326.

83 SNB, Protokoll des Direktoriums (1955), 16. November, Nr. 1227.

auf einer Fehleinschätzung, da ja ein Kursrisiko für die Dollar wegen des bei Abschluss bereits festgelegten Terminkurses gegenüber dem Gold gerade nicht bestanden hätte. Die Position Schweglens war auch darum erstaunlich, weil er bereits Anfang 1955 mit der BIZ ein allerdings kleines Dollar/Franken-Swapgeschäft über 3 Mio. Dollar mit einer kurzen Laufzeit von fünf Tagen getätigt hatte. Das Direktorium nahm «von diesem kurzfristigen Swap-Geschäft nachträglich zustimmend Kenntnis.»⁸⁴ Solch kleine und sehr kurzfristige Swapgeschäfte mit der BIZ hatte die SNB auch schon in den drei vorausgegangenen Jahren abgeschlossen, als Alfred Hirs noch das III. Departement leitete.⁸⁵ Offenbar hatte das Direktorium in diesen Fällen keine rechtlichen Bedenken gehabt.

Wie erwähnt, gab das Direktorium seine Zurückhaltung auf Initiative von Max Iklé, der 1956 die Leitung des III. Departements übernommen hatte, allmählich auf. Ein erster wesentlicher Schritt erfolgte zum Jahresende 1959, als Iklé mit Dollarverkäufen der Grossbanken an die SNB in Höhe von rund 600 Mio. Dollar rechnete, die wie in den Vorjahren im Rahmen von Swapgeschäften übernommen werden sollten. Darüber hinaus machte er aber nun dem Direktorium den Vorschlag: «Sollte der Wunsch bestehen, den Devisenbestand [der SNB] nicht allzu hoch auszuweisen, bestünde voraussichtlich die Möglichkeit, mit der B.I.Z. oder der Bank of England einen Gold/Dollar-Swap über das Jahresende abzuschliessen, wobei wir unserem Partner für beispielsweise 4 Tage Dollars abtreten und dafür Gold entgegennehmen. Ein solcher Swap hätte angesichts der sicher wieder einsetzenden Dollarnachfrage nach Neujahr eine gewisse Berechtigung, stellt aber für die Notenbank ein Novum dar.»⁸⁶ Das Direktorium stimmte diesem Vorschlag zu, und die Verhandlungen mit der BIZ und der Bank of England führten zum Erfolg. Es wurden mit ihnen Dollar/Gold-Swapgeschäfte über 50 Mio. bzw. 20 Mio. Dollar abgeschlossen.

Ein Problem ergab sich für die Nationalbank allerdings, weil sie die dem Window-Dressing dienenden Swapgeschäfte (in Höhe von zunächst 68 Mio. Dollar, dann schliesslich 113,5 Mio. Dollar) nur mit den Grossbanken abgeschlossen hatte. Denn dies erfuhren andere Banken, fühlten sich diskriminiert und verlangten ebenfalls, bei den Swapgeschäften berücksichtigt zu werden, was jedoch von der SNB abgelehnt und erst im folgenden Jahr zugestanden wurde. Für den Abschluss der Swaps von Dollar gegen Gold spielte

84 SNB, Protokoll des Direktoriums (1955), 3. März, Nr. 223.

85 SNB, Protokolle des Direktoriums (1952), 27. November, Nr. 1177; (1953), 26. Februar, Nr. 200; (1954), 4. November, Nr. 1172.

86 SNB, Protokoll des Direktoriums (1959), 10. Dezember, Nr. 1200.

neben dem Bestreben, die infolge Window-Dressing der Banken angestiegenen Dollarbestände per Jahresende wieder zu reduzieren, auch der Wunsch der Nationalbank eine Rolle, die gesetzlich vorgeschriebene Deckung des Notenumlaufs durch höhere ausgewiesene Goldbestände im Inland zu sichern.⁸⁷

Iklé, dessen internationale Rolle in diesem Zusammenhang von der Forschung bisher völlig vernachlässigt wurde, dachte jedoch an weit umfassendere Operationen als an solche Geschäfte zur Bewältigung der Dollarzuflüsse am Jahresultimo. Sorgen machten ihm die anhaltenden Dollarzuflüsse im Laufe des Jahres 1960 sowie der Rückgang der amerikanischen Goldreserven, da diese die Goldkonvertibilität des Dollar gefährden konnten. Er sah das Festkurssystem von Bretton Woods durch kurzfristige Kapitalbewegungen und Spekulationen gefährdet. Bereits im September sprach er sich daher im Direktorium gegen einen weiteren Umtausch von Dollar in Gold beim amerikanischen Schatzamt aus und setzte sich vorerst gegen die Bedenken von Präsident Schwegler durch, der einen wenigstens partiellen Umtausch befürwortete. Im Oktober allerdings beschloss das Direktorium doch noch mehrheitlich den Umtausch angesichts des Goldpreisanstiegs am freien Londoner Goldmarkt auf über 50 Dollar pro Unze. Ausserdem hatte das Direktorium im Juni einen weiteren Vorschlag der BIZ für ein dreimonatiges Dollar/Gold-Swapgeschäft dankend abgelehnt, weil «ein derartiges Geschäft mit den gesetzlichen Vorschriften nicht ganz im Einklang stünde und die Bank zur Zeit auf keinen zusätzlichen Ertrag angewiesen ist.»⁸⁸

An einer Direktoriumssitzung im November 1960 legte Iklé dar, dass die privaten Kapitalexporte durch die hohen Kursicherungskosten bei Swapgeschäften verhindert würden und daher zur Senkung dieser Kosten Interventionen der SNB am Terminmarkt sinnvoller seien als solche am Kassamarkt. Doch sei dies leider aus gesetzlichen Gründen nicht möglich.⁸⁹ Schwegler entgegnete, dass solche Interventionen mit einem Kursrisiko verbunden seien und es nicht Aufgabe der Nationalbank sei, einen künstlichen Dollarkurs zu schaffen. Iklé unternahm seinen nächsten Vorstoss nach einer Rede des

87 SNB, Protokolle des Direktoriums (1959), 23. Dezember, Nr. 1256; 30. Dezember, Nr. 1276; (1960), 29. Dezember, Nr. 1415 und Nr. 1420 für die entsprechenden Operationen Ende 1960. (Nr. 1415 verweist auf die Erhöhung der Notendeckung durch einen so genannten Gold-Location-Swap, bei dem vorübergehend in der Schweiz gelagertes ausländisches Gold gegen im Ausland gelagertes Gold der SNB übernommen wird.)

88 SNB, Protokolle des Direktoriums (1960), 2. Juni, Nr. 572; 29. September, Nr. 1010; 21. Oktober, Nr. 1078.

89 Devisen-Termingeschäfte mit einer Laufzeit von bis zu drei Monaten wurden der SNB erst nach Änderung von Art. 14 Ziff. 3 des Nationalbankgesetzes, also ab 11. März 1976 ausdrücklich gestattet.

neuen amerikanischen Präsidenten, John F. Kennedy, in der dieser Goldparität und Konvertierbarkeit des Dollar garantiert hatte. Iklé unterbreitete Charles Coombs von der Federal Reserve Bank of New York bei einer der monatlichen Zusammenkünfte von Zentralbankiers bei der BIZ in Basel im Februar 1961 einen entsprechenden Vorschlag. Die Federal Reserve Bank of New York war für die Devisentransaktionen des Federal Reserve System verantwortlich. Iklé erläuterte seinen Vorschlag, den er für besser hielt als die vom neuen amerikanischen Präsidenten Kennedy vorgeschlagene höhere Verzinsung ausländischer Zentralbankguthaben in den Vereinigten Staaten, in einem anschliessenden Brief an Coombs vom 18. Februar 1961. Auch brachte er diese Ideen der Bank of England zur Kenntnis und stellte sie dem Direktorium vor: «Folgende Operation wäre denkbar [...]. Die Schweizerische Nationalbank könnte der Federal Reserve Bank für 100 oder 200 Millionen \$ Gold per Kassa verkaufen und auf Termin zurückkaufen (Gold/Dollar-Swap). Der Dollarerlös würde den schweizerischen Banken [gegen Franken] abgetreten zum Tageskurs und auf Termin zurückgekauft zu einem Kurs, der 1 Rp. tiefer läge, so dass sich die Swapkosten für die Banken auf ca. $\frac{7}{8}\%$ p.a. stellen würden. Nach Ablauf von drei Monaten könnte das Geschäft jeweils erneuert werden [...].» Allerdings müsse die Handling Charge für Gold der Federal Reserve Bank abgeschafft oder vermindert werden. Beide Notenbanken könnten an dem Geschäft verdienen. «Die Operation hätte folgende Vorteile:

1. Kurzfristiges Kapital würde von der Schweiz nach den USA fliessen, ohne dass die USA höhere Zinssätze anwenden müssten.
2. Es würde nicht nur der Goldabfluss aus den Vereinigten Staaten gestoppt, sondern die US-Goldreserven erhöht.
3. Das Programm der neuen Regierung hätte nach aussen hin einen sofort sichtbaren Erfolg.
4. Vom schweizerischen Kapitalmarkt würden überschüssige Mittel abgeschöpft, die vom Standpunkt der schweizerischen Notenbank aus unerwünscht sind.»⁹⁰

Im letzten Punkt kam wieder die Sorge um das Geldmengenwachstum zum Ausdruck. Daran, ebenso wie an den festen Wechselkursen, hielt auch Iklé fest. Er war sich der mit seinen Vorschlägen verbundenen grundsätzlichen Änderung der Politik der Nationalbank durchaus bewusst. So führte er in seinem Brief an Coombs aus: «Such an operation, however, would mean throwing our tradition in respect of forwarding transactions overboard. We

90 SNB, Protokoll des Direktoriums (1960), 3. November, Nr. 1137; SNB an Coombs (1961), S. 15 ff.; SNB, Protokoll des Direktoriums (1961), 16. Februar, Nr. 203.

rather think that this would even go beyond the provisions of our banking law; all the same, the Board of Management of the Swiss National Bank would be prepared to assume full responsibility, provided an effective contribution toward the solution of the international monetary problem can thus be secured.»⁹¹

Die Vorschläge Iklés wurden von Coombs unter gewissen Vorbehalten als prüfungswürdig entgegengenommen, von der Bank of England jedoch in einem Schreiben von Roy Bridge am 30. März 1961 rundweg abgelehnt.⁹² Der britische Widerstand schwand jedoch schnell, als das Pfund nach der deutschen Aufwertung vom 3. März 1961 am Devisenmarkt unter starken Druck geriet. Jetzt wurde neben anderen Hilfsmassnahmen der Schweiz gern auch ein Swapgeschäft akzeptiert, bei dem die SNB Pfund Sterling gegen Gold per Kassa kaufte und dieses Geschäft per Termin umkehrte. Die Pfundbeträge wurden, ebenfalls per Swap, gegen Franken den Grossbanken zur Verfügung gestellt, die diese mit Gewinn in britischen Schatzwechslern anlegten. Iklé schreibt in seinen Erinnerungen, dass er die Zustimmung Schweglers zu diesen Operationen auf einer Autofahrt von Zürich zur Sitzung des Direktoriums in Bern gewinnen konnte.⁹³ Allerdings musste zuvor noch der Widerstand des EFD gegen die Aufhebung des Emissionsstempels auf solche Anlagen überwunden werden, der diese unrentabel gemacht hätte. Das Direktorium beschloss ausserdem, wegen der prekären Rechtslage die Zustimmung des Bankausschusses einzuholen, die prompt erfolgte.

Ein weiterer Vorschlag Iklés sah schliesslich vor, dass die SNB den schweizerischen Banken ein Swapgeschäft vorschlagen würde, bei dem sie diesen, nunmehr als Agentin der Bank of England, Pfund Sterling gegen Franken per Kassa verkaufen und per Termin zurückkaufen würde. Die so erworbenen Pfundbeträge könnten von den Banken ebenfalls gewinnbringend in englischen Schatzwechslern angelegt werden. So vermeide die SNB eigene Käufe im Zuge von Swapgeschäften am Pfund-Terminmarkt, die ihr gesetzlich nicht gestattet seien. Durch solche Operationen könne man der Spekulation Verluste zufügen, was diese schnell zum Erliegen bringen würde.⁹⁴

Schon bald schlug Iklé auch den Amerikanern vor, dass die Nationalbank im Auftrag und für Rechnung der Federal Reserve Bank of New York Terminkäufe durchführe. Damit könne der Abschlag des Terminkurses gegenüber

91 SNB an Coombs (1961), S. 15 f.

92 BoE an Iklé (1961).

93 SNB, Erinnerungen Iklé (o. J.), S. 244.

94 SNB, Protokolle des Direktoriums (1961), 16. März, Nr. 328; 23. März, Nr. 346; 29. März, Nr. 385 und Nr. 387; 6. April, Nr. 390.

dem Kassakurs des Dollar vermindert und dadurch der kurzfristige Kapital-export aus der Schweiz nach den Vereinigten Staaten angeregt werden. Diese Interventionen erreichten Ende August 1961 bereits einen Umfang von rund 65 Mio. Dollar. Nun erhob sich jedoch die Frage, woher die Federal Reserve Bank of New York, die diese Operationen für das amerikanische Schatzamt durchführte, bei Fälligkeit der Terminkontrakte die entsprechenden 280 Mio. Franken beschaffen sollte, da sie nur über 65 Mio. Franken verfügte. Das Problem wurde auf Anregung des Assistant Secretary im amerikanischen Schatzamt, William Heffelfinger, durch die Ausgabe von auf Franken lautenden Dreimonatspapieren (Certificates of Indebtedness) des Schatzamtes gelöst, der Douglas Dillon als Secretary und Robert Roosa als Undersecretary des Treasury zustimmten. Die schweizerische Regierung erwarb schon im September für 100 Mio. Franken solche Zertifikate, und die SNB bot den Kauf weiterer 110 Mio. Franken an.⁹⁵ Später entwickelten sich aus diesen Ansätzen die so genannten Roosa-Bonds, deren Laufzeit dann auf 15 Monate verlängert wurde.

Nach der Aufwertung der Deutschen Mark im Jahre 1961 hatte zunächst auch eine Spekulation gegen den Dollar eingesetzt, die den Swapsatz (die prozentuale Differenz zwischen dem Kassa- und dem Terminkurs) für Dollar stark erhöhte und daher weitere Kapitalströme besonders nach Deutschland und in die Schweiz auslöste. In dieser Lage schlug das Direktoriumsmitglied der Deutschen Bundesbank, Johannes Tüngeler, Coombs ebenfalls vor, am Devisen-Terminmarkt Dollar für Deutsche Mark zu kaufen. Die Bundesbank sei bereit, notfalls bei Fälligkeit der Terminkontrakte die etwa benötigten Mark zum gleichen Kurs zur Verfügung zu stellen. Dieser Vorschlag wurde rasch in die Tat umgesetzt. Zusammen mit den schweizerischen Massnahmen bildeten sie, wie Frederick Conolly in einem Schreiben an Coombs ausführte, einen Kristallisationspunkt für den Ausbau eines allgemeinen Swapnetzes zwischen acht Zentralbanken Europas, den Notenbanken Kanadas und der Vereinigten Staaten sowie der BIZ.⁹⁶ Ende 1962 erreichten die Swapzusagen den Betrag von 750 Mio. Dollar, woran die SNB mit 100 Mio. Dollar beteiligt war. Der Umfang dieser Zusagen wurde in jeder Währungs-krise weiter erhöht und erreichte Mitte 1979 knapp 30 Mrd. Dollar, wovon 4 Mrd. Dollar auf die Nationalbank entfielen.⁹⁷

95 SNB, Protokolle des Direktoriums (1961), 31. August, Nr. 973; 28. September, Nr. 1080; Coombs (1976), S. 36 ff.; SNB, Erinnerungen Iklé (o. J.), S. 251 ff.

96 Siehe BIZ an Coombs (1963).

97 SNB, Protokoll des Direktoriums (1961), 28. September, Nr. 1080; Coombs (1976), S. 39 ff.; SNB, Erinnerungen Iklé (o. J.), S. 254 ff.; Toniolo (2005), S. 386 ff.

Die schweizerische Hilfe für das Pfund im Anschluss an die Aufwertung von Mark und Gulden war keineswegs auf das beschriebene Gold/Dollar-Swapgeschäft beschränkt. Vielmehr wurden der Bank of England zwei Dollardepots in Höhe von 200 Mio. Dollar zu einem Zinssatz von 2,25% und mit eintägiger Kündigungsfrist zur Verfügung gestellt. Darüber hinaus engagierte sich der Bund auf Empfehlung der SNB mit einer namhaften Anlage. Die schweizerische und die deutsche Hilfe für das Pfund dienten als Ausgangspunkt für eine umfassendere Unterstützung durch mehrere Zentralbanken. «The Swiss credit provided the all-important nucleus of a billion-dollar package of similar credits from the Continental central banks rounded up by Cobbold and other Bank of England officials over the rest of the weekend.»⁹⁸

2.3.3 Die Mitwirkung der Schweiz am Goldpool und im Zehnerclub

Die Zusammenarbeit der Schweiz und besonders der Nationalbank mit den wichtigsten Ländern wurde erweitert durch die Beteiligung am so genannten Londoner Goldpool. Wie bereits erwähnt, gaben Preise am freien Londoner Goldmarkt von über 35 Dollar je Unze Anlass zu Misstrauen in die Stabilität des Dollar sowie des ganzen Systems von Bretton Woods und damit zu weiteren Gold- und Devisenspekulationen. Als aufgrund des Baus der Berliner Mauer der Goldpreis im Sommer 1961 weiter anstieg, kam auf amerikanischen Druck hin, der später von Deutschland unterstützt wurde, eine informelle Vereinbarung zwischen acht Zentralbanken zustande. Darin verpflichteten sich diese, der Bank of England, wenn erforderlich, insgesamt Gold im Wert von 270 Mio. Dollar für Verkäufe am Goldmarkt zur Verfügung zu stellen, um den freien Goldpreis nahe bei 35 Dollar zu halten. Die Vereinigten Staaten übernahmen davon 135 Mio. Dollar, die SNB 10 Mio. Dollar. Das Direktorium hatte seine Zusage mit der Einschränkung verbunden, dass es nicht mehr mitmachen würde, «falls infolge einer Schwächung des Dollars, die in einer ungesunden amerikanischen Währungspolitik begründet wäre, wiederum ein Goldrush entstehen sollte».⁹⁹ Der Goldpool stützte den Preis erfolgreich bis 1968, als er angesichts einer immer höheren Nachfrage nach Gold aufgegeben werden musste. Solange er wirksam war, konnte man von einer indirekten allgemeinen Konvertierbarkeit in Gold bei denjenigen Währungen sprechen, die einen festen Wechselkurs und freie Konvertierbarkeit zum Dollar aufwiesen. Denn es war für jedermann mög-

⁹⁸ Coombs (1976), S. 37.

⁹⁹ SNB, Protokolle des Direktoriums (1961), 16. November, Nr. 1280; 21. Dezember, Nr. 1446.

lich, jederzeit Gold am Londoner Goldmarkt zu dem von den Mitgliedern des Goldpools garantierten Preis von rund 35 Dollar je Unze zu erwerben. Mit der Aufhebung des Goldpools begann somit die definitive Demonetisierung des Goldes. Die SNB gab während seiner Existenz von 1962 bis 1968 per Saldo für 81 Mio. Dollar Gold an den Goldpool ab.¹⁰⁰

Einen entscheidenderen Schritt zur internationalen Währungszusammenarbeit tat die Schweiz 1964, als sie sich als assoziiertes Mitglied den Allgemeinen Kreditvereinbarungen (AKV) der so genannten Zehnergruppe der wichtigsten Industrieländer (G10) anschloss. Diese Vereinbarung war auf Initiative des IWF Ende 1961 in Paris geschlossen worden. Sie sah vor, dass die Zentralbanken der beteiligten Länder dem IWF in ihrer eigenen Währung Zusatzkredite im Gesamtbetrag von 6 Mrd. Dollar gewähren würden, wenn eines von ihnen beim Fonds Kredite beanspruchen müsste, die dessen Reserven in den betreffenden Währungen überschritte. Hintergrund waren Befürchtungen, dass die Vereinigten Staaten möglicherweise zu einer grösseren Kreditbeanspruchung gezwungen sein könnten.¹⁰¹ Angesichts der hohen Währungsreserven der Schweiz war es nicht erstaunlich, dass der Geschäftsführende Direktor (Managing Director) des IWF, Per Jacobsson, daran interessiert war, auch die Schweiz als potente Kreditgeberin für die Mitwirkung zu gewinnen. Bei einem Gespräch mit den Bundesbehörden und der SNB in Bern im April 1962 führte er aus, dass die beste Lösung ein Beitritt der Schweiz zum IWF sei, er aber als zweitbeste Lösung auch an eine Kreditverpflichtung im Rahmen von 400 Mio. Dollar denke. Diese könne im Bezugsfalle in Gold ausgeübt werden, da der IWF Gold entgegennehmen dürfe. Dafür könne er erforderlichenfalls Franken oder andere Währungen kaufen.

Der Bundesrat und vor allem die Nationalbank waren jedoch nach wie vor gegen einen Beitritt zum IWF, besonders weil ein solcher anderen Ländern bei Zahlungsbilanzschwierigkeiten das Recht auf eine automatische Kreditaufnahme in Franken im Rahmen der schweizerischen Quote beim IWF gewährt und die Kontrolle der Geldschöpfung durch die SNB erschwert hätte. Der schweizerische Verhandlungsführer, Edwin Stopper vom Volkswirtschaftsdepartement, machte von Anfang an klar, dass sich die Schweiz lediglich einen Betrag von 200 Mio. Dollar vorstelle. Ausserdem wies er zusammen mit Max Iklé darauf hin, dass man eher an bilaterale Abkommen mit den Vereinigten Staaten und Grossbritannien denke. Diese erlaubten im Gegen-

100 SNB, Protokoll des Direktoriums (1968), 27. März, Nr. 378.

101 Toniolo (2005), S. 399 ff.

satz zu einem Abkommen mit dem IWF Reziprozität, und die SNB könne bei einer Kreditgewährung im Rahmen von Swapgeschäften die per Kassa erhaltenen Dollar gegen Franken an die schweizerischen Banken weiter verkaufen und dadurch kurzfristig Liquidität abschöpfen. Zudem sei es auf diese Weise der SNB möglich, schneller zu reagieren. Mit dem IWF könne der Bund einen Rahmenvertrag abschliessen, der den Gesamtbetrag und einige allgemeine Grundsätze über Verfahren und Koordination mit dem Vorgehen der G10 festlegen würde.¹⁰²

Meinungsverschiedenheiten bestanden auch zwischen der Nationalbank und den Bundesbehörden. In einem Schreiben an den Bundesrat, dem sogar ein Entwurf für einen Bundesbeschluss beigelegt war, führte das Direktorium aus, die SNB wolle sich aus Gründen der internationalen Solidarität und um Erschütterungen von Weltwährungen bekämpfen zu können, einer Mitwirkung nicht entziehen. Dafür aber müssten verschiedene Bedingungen erfüllt sein. Ein Beitritt zum IWF sei ausgeschlossen. Es sei jedoch ein Bundesbeschluss erforderlich, da die SNB nach der geltenden Rechtslage nicht befugt sei, sich an langfristigen Krediten bis zu fünf Jahren zu beteiligen. Der Beschluss müsse die SNB auf Wunsch des Bundes hin ermächtigen, die Kredite in Form von Vorschüssen oder Swapgeschäften zu gewähren. Letztere ziehe sie vor. Ausserdem müsse sich der Bund wegen der Langfristigkeit der Kredite bereit erklären, die gewährten Kredite auf Wunsch der Nationalbank zu übernehmen, wie dies im Entwurf des EFD vorgesehen worden sei. Schliesslich ziehe die SNB bilaterale Vereinbarungen vor. Dagegen vertrat Stopper die Ansicht, dass eine Rücknahmegarantie wegen der hohen Reserven der SNB nicht notwendig sei.¹⁰³ In der Folge setzte sich die Nationalbank mit ihren Vorstellungen im Wesentlichen durch. Ein entsprechender Bundesbeschluss wurde im Oktober 1963 verabschiedet, ein Rahmenabkommen mit dem IWF und bilaterale Abkommen mit den Vereinigten Staaten und Grossbritannien danach abgeschlossen. Die Rücknahmegarantie wurde allerdings nur in einem Beschluss des Bundesrats festgelegt. Obwohl sich das Direktorium durchgesetzt hatte, waren nicht alle seine Mitglieder mit diesem Bruch mit der bisherigen Politik einverstanden. So bemerkte Präsident Walter Schwegler, «dass ihm ein Procedere, bei welchem die Nationalbank zur Trägerin der vorgesehenen Hilfsmassnahmen gestempelt würde, im Innersten widerstrebt. Es widerspräche dies dem traditionellen Prinzip, wonach internationale Finanzleistungen für Stützungszwecke mit längerer Dauer

102 SNB, Protokoll des Direktoriums (1962), 13. April, Nr. 378.

103 SNB, Protokolle des Direktoriums (1962), 5. April, Nr. 357; 13. April, Nr. 378.

primär in den Aufgabenkreis des Bundes fallen, während die Notenbank bestenfalls mit der technischen Durchführung derartiger Transaktionen betraut werden kann.»¹⁰⁴ Politisch wichtig und im Ausland teils ungern gesehen war die Tatsache, dass die Schweiz in der G10 im Gegensatz zu anderen Ländern nur durch die SNB, nicht aber auch durch die Regierung vertreten wurde.

Nachdem die Schweiz auf diese Weise assoziiertes Mitglied des Zehnerclubs geworden war, konnte sie bei dessen Entscheidungen mitwirken. Das galt besonders für die Diskussionen über die angebliche Notwendigkeit, von den Dollarreserven der Zentralbanken unabhängige internationale Reserven zu schaffen. Insbesondere der belgisch-amerikanische Ökonom Robert Triffin hatte schon 1957/58 darauf hingewiesen, dass die bei einer wachsenden Weltwirtschaft notwendigen zusätzlichen internationalen Währungsreserven beim herrschenden System entweder nur aus der begrenzten Menge der Goldproduktion oder aus zusätzlichen Dollarreserven entstehen könnten, die den anderen Zentralbanken infolge von Zahlungsbilanzdefiziten der Vereinigten Staaten zufließen würden. Was aber würde geschehen, wenn die USA einmal Überschüsse statt Defizite der Zahlungsbilanz aufwiesen? Diese Überlegungen wurden besonders von den britischen Behörden aufgegriffen, während die Amerikaner sich zunächst ablehnend verhielten. Die Kontinentaleuropäer, in erster Linie Frankreich, verfolgten wieder andere Interessen. Es kam daher zu langjährigen, mühsamen Verhandlungen, auf deren Verlauf hier nicht einzugehen ist.¹⁰⁵ Bei den Verhandlungen wirkte die Schweiz als Beobachterin mit und wurde meist von Iklé vertreten. Erst als die Vereinigten Staaten ihre Haltung änderten, kam es 1969 schliesslich zur Schaffung der Sonderziehungsrechte (SZR). Deren Wert wurde durch einen Währungskorb bestimmt und entsprach ursprünglich einem Dollar. Nach der Abwertung des Dollar und der Aufwertung anderer wichtiger Währungen stieg ihr Wert auf über einen Dollar an. Die SZR wurden entsprechend den Länderquoten beim IWF verteilt und von Zentralbanken, dem IWF und der BIZ für internationale Zahlungen entgegengenommen. Insgesamt wurden von dieser Kunstwährung 1970 bis 1972 und 1979 bis 1981 21,4 Mrd. SZR geschaffen. Sie wurden auch von der SNB für Zahlungen entgegengenommen.

104 SNB, Protokolle des Direktoriums (1962), 29. Juni, Nr. 692; (1963), 14. Februar, Nr. 212.

Allerdings dauerte es noch bis November 1964, bis das bilaterale Abkommen (Implementing Agreement) mit der Federal Reserve Bank of New York und sogar noch etwas länger, bis jenes mit der Bank of England abgeschlossen wurde. Siehe SNB, Protokoll des Direktoriums (1964), 19. November, Nr. 1507.

105 Solomon (1977), S. 128–150; Toniolo (2005), S. 407 ff.; Lademann (1967, 1970).

Bundesrat und Nationalbank nahmen in den Verhandlungen in Bezug auf die SZR eine eher zögernde Haltung ein. Sie sahen zwar das von Triffin aufgeworfene Problem, befürchteten jedoch, dass mit den SZR ein weiteres Inflationspotenzial geschaffen werden könnte. John Lademann, der Iklé bei den Verhandlungen begleitete, berichtete, dass Bundesrat Roger Bonvin die grundsätzliche Haltung der Schweiz im August 1966 ungefähr wie folgt umrissen habe: Die Bereitstellung eines Reservesystems könne dazu verleiten, «zu früh und zu reichlich zusätzliche Reserven zu schaffen. Wir sehen die Gefahr, dass dies zu einer Lockerung der Zahlungsbilanzdisziplin und damit der Anstrengungen gegen inflatorische Tendenzen führen könnte. Wir sind auch der Meinung, dass im Moment und wohl noch für längere Zeit kein Mangel an internationaler Liquidität vorliegt.»¹⁰⁶

Ganz anders war die Einstellung der Vereinigten Staaten, die nach der Änderung ihrer Haltung in der Schaffung der SZR und in der Beendigung der Interventionen des Goldpools einen Erfolg auf dem Weg zur gewünschten Demonetisierung des Goldes sahen. Wie Robert Solomon dem Federal Open Market Committee des Federal Reserve Systems am 2. April 1968 berichtete: «In my view, the most important sentence in the Washington communiqué [über die Aufhebung des Goldpools] is the one that says: «Moreover, as the existing stock of monetary gold is sufficient in view of the prospective establishment of the facility of the Special Drawing Rights, [the Governors] no longer feel it necessary to buy gold from the market.» Und: «That pronouncement, together with the Stockholm agreement on Special Drawing Rights, can be interpreted as constituting a demonetization of gold at the margin. [...] the monetary authorities of the world – taken as a group – are not dependent on an increasing stock of gold. Their need for growing reserves in the future can be satisfied mainly by Special Drawing Rights.»¹⁰⁷

Entsprechend dieser Politik drängten die Amerikaner die Zentralbanken, in Zukunft am freien Goldmarkt nur noch Gold zu verkaufen, nicht mehr aber zu kaufen. Dies wurde, ebenso wie eine Demonetisierung des Goldes, von der SNB und von anderen Zentralbanken zunächst abgelehnt.¹⁰⁸ Allerdings entspricht die Entwicklung seither eher den damaligen Wünschen der Amerikaner; die SZR selbst erreichten jedoch entgegen den Erwartungen keine grosse Bedeutung. Denn zum einen blieb die amerikanische Zahlungsbilanz defizitär und zum anderen brach das System von Bretton Woods 1973

¹⁰⁶ Lademann (1967), S. 33; zur schweizerischen Haltung und zum Verlauf der Verhandlungen siehe auch Ingold (2003), S. 304–309.

¹⁰⁷ Solomon (1977), S. 123.

¹⁰⁸ SNB, Protokoll des Direktoriums (1973), 1. November, Nr. 781.

endgültig zusammen. Seither spielen die SZR sowohl als internationales Zahlungsmittel wie auch als Reservemedium schon dem Volumen nach nur eine ganz untergeordnete Rolle.

Im Zusammenhang mit den Versuchen, das System von Bretton Woods durch Reformen zu stabilisieren, standen erneut auch Überlegungen, ob die Schweiz nicht doch IWF und Weltbank beitreten sollte. So erhob der Bundesrat am 17. Januar 1968 einen Antrag des EFD zum Beschluss, der auch durch das für die Aussenpolitik zuständige Politische Departement und das Volkswirtschaftsdepartement unterstützt wurde. Danach sollte die Frage eines Beitritts angesichts der Reformen, die bei der Jahresversammlung des IWF nach langjährigen Vorarbeiten der G10 im September 1967 beschlossen worden waren, erneut geprüft werden. Diesem Beschluss waren im September und Dezember 1967 entsprechende Interpellationen im Nationalrat vorausgegangen.¹⁰⁹ Das Direktorium beauftragte Lademann, dazu ein Gutachten zu erstellen. Er kam zum Schluss, dass zwar die früheren Gründe gegen einen Beitritt (Einschränkung des handelspolitischen Spielraums, übermässige Auskunftspflichten, Höhe der Mitgliedsquote und Problem ihrer Finanzierung) weit gehend entfallen seien. Dagegen sei der Beitritt aus anderen Gründen aufzuschieben. Erstens bedeute der erforderliche Übergang zu einer Bandbreite von nur 1% für den Wechselkurs des Frankens eine Erhöhung des unteren Interventionskurses für den Dollar. Eine Folge wäre gewesen, dass die Nationalbank den Dollarkurs bereits bei einem tieferen Kurs hätte stützen müssen, was mit einer entsprechenden Ausweitung der Zentralbankgeldmenge verbunden gewesen wäre. Zweitens müsse vor einem Beitritt ein angemessenes Instrumentarium der SNB geschaffen werden, das die Möglichkeit zur Abschöpfung von Liquidität biete. Schliesslich sei eine abwartende Haltung solange zu rechtfertigen, als ein Beschluss über die SZR und das Ausmass ihrer Schaffung noch nicht vorliege. Dagegen seien die Höhe der Quote und ihre Finanzierung ebenso wie die Kosten kein entscheidendes Hindernis. «Das Ergebnis [...] wäre demnach, dass wir mit der Aufnahme der Beitrittsfrage in der Öffentlichkeit und im Parlament in den nächsten Monaten und vielleicht noch im nächsten Jahr zuwarten sollten, dass wir uns jedoch auf einen Beitritt in den kommenden Jahren wohl oder übel vorbereiten müssen.»¹¹⁰ Das Direktorium schloss sich diesen Argumenten an, und die Diskussion um einen Beitritt zum IWF wurde vertagt.

109 SNB, Protokoll des Direktoriums (1967), 8. Dezember, Nr. 1357.

110 SNB, Beitritt Bretton-Woods-Institutionen (1969), Zitat S. 23.

2.3.4 Die Entwicklung bis zum Ende des Systems von Bretton Woods

Neben der Kreditgewährung zur Stützung des internationalen Währungssystems von Bretton Woods ergriffen Nationalbank und Bund weitere Massnahmen, um den Devisenzustrom zu begrenzen und Liquidität abzuschöpfen. Dazu sind einmal die gelegentlich erfolgenden Verkäufe von Anleihen des Bundes (Reskriptionen) zu zählen. Zweitens schloss die SNB mit den Banken weitere Gentlemen's Agreements zur Abwehr und Verminderung des Bestands ausländischer Gelder (18. August 1960) und über die Kreditbegrenzung (1. April 1962) ab, die eine Fortsetzung der Devisenbann-Wirtschaft und der Kreditkontingentierung bedeuteten. Der Nettokapitalimport blieb trotzdem ausserordentlich hoch, und als Folge davon nahm die Zentralbankgeldmenge 1961 um 18,1% zu. Auch in den Jahren 1962 und 1963 erhöhte sie sich wegen Nettokapitalimporten von insgesamt 2 Mrd. Franken um 4,2% bzw. 8,8%, obwohl die Ertragsbilanz in diesen Jahren Defizite von je rund 1,5 Mrd. Franken aufwies.

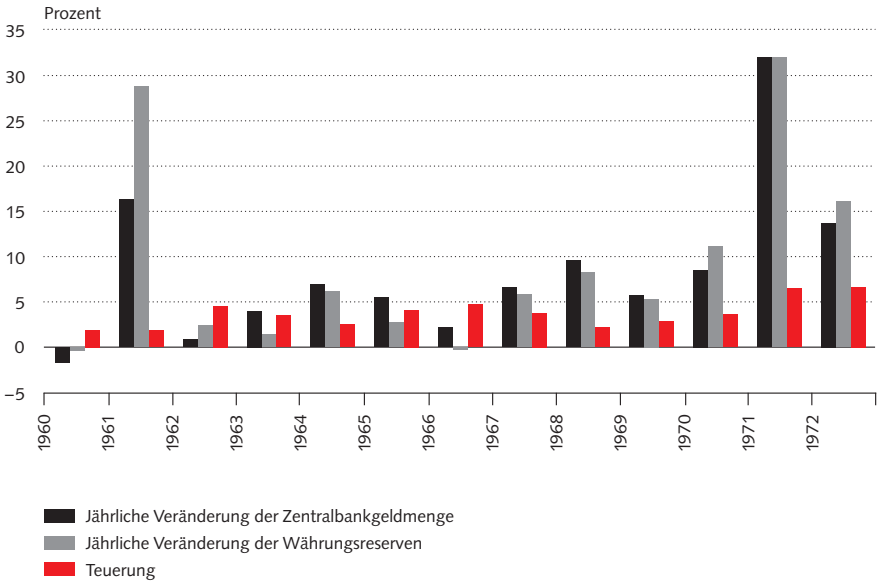
Die Behörden reagierten auf diese Entwicklung mit weiteren Massnahmen. Am 13. März 1964 traten die Bundesbeschlüsse über die Bekämpfung der Teuerung in Kraft. Sie sahen u. a. Massnahmen auf dem Gebiete des Geld- und Kapitalmarktes und des Kreditwesens vor und erklärten das Gentlemen's Agreement gegen die Auslandsgelder allgemeinverbindlich. Noch im selben Jahr folgten weitere Gentlemen's Agreements der SNB mit den Banken zur Abwehr ausländischer Gelder und zur Kreditbegrenzung sowie eine Verordnung über die Anlage ausländischer Gelder. Ähnliche Vereinbarungen und Beschlüsse sowie deren gelegentliche Aufhebung prägten auch die Politik der folgenden Jahre. Alle diese Massnahmen waren jedoch im Wesentlichen erfolglos.¹¹¹

Auch die immer umfangreichere Beteiligung an internationalen Währungshilfen konnte nicht verhindern, dass sich die Währungsreserven der SNB, bedingt durch die zu expansive amerikanische Geldpolitik, weiter erhöhten und damit auch Zentralbankgeldmenge und Preisniveau ständig anstiegen, wie dies Grafik 2.5 zeigt.

Im internationalen Währungssystem häuften sich die Krisen, und die Anzahl der Hilfsaktionen durch die Zentralbanken der G10 unter Mitwirkung der Schweiz und der BIZ nahm zu. Solche Aktionen fanden im März 1964 zugunsten Italiens statt, im September und November 1965, im September 1966, November 1967, Juni 1968 und Juni 1969 zugunsten Grossbritanniens sowie im Juni und Juli 1968 zugunsten Frankreichs. Zum Teil handelte es sich

¹¹¹ Schiltknecht (1970), insbesondere S. 127 ff.

Grafik 2.5

Entwicklung von Währungsreserven, Zentralbankgeldmenge und Teuerung in der Schweiz, 1960–1972

Quelle: SNB, Monatsbericht (verschiedene Jahre).

dabei auch um Ziehungen auf den IWF, die zur Ablösung kurzfristiger Kredite verwendet wurden, welche zuvor durch die Zentralbanken und die BIZ im Rahmen der G10 gewährt worden waren. Die schwierige Lage Grossbritanniens hatte ihre Ursache nicht nur in einer noch expansiveren Geldpolitik als derjenigen der Vereinigten Staaten, sondern auch in der Ablösung des Pfunds als Reservewährung, die besonders von den Ländern des britischen Commonwealths gehalten worden war. Trotz der Massnahmen mussten das Pfund am 18. November 1967 um 14,3% und der französische Franken am 8. August 1969 um 11,1% abgewertet werden. Dagegen wurde die Deutsche Mark nach einem knappen Monat flexibler Wechselkurse am 24. Oktober 1969 um 9,3% aufgewertet. Währenddessen verschlechterte sich die Lage des Dollar weiter, und die amerikanischen Behörden übten Druck auf verschiedene Zentralbanken aus, um sie vom Umtausch ihrer Dollarbestände in Gold abzuhalten. Darüber hinaus ergriff die amerikanische Regierung verschiedene Massnahmen, um die amerikanischen Kapitalexporte einzuschränken.¹¹²

¹¹² Für die Einzelheiten der Entwicklung siehe Coombs (1976); Meltzer (2005); Solomon (1977), S. 104–109; Toniolo (2005), insbesondere S. 381–399 und S. 423–428.

Die Risiken für den Dollar wuchsen nach der Amtsübernahme durch Präsident Richard Nixon im Januar 1969, da dieser sowohl eine expansivere Fiskalpolitik mit wachsendem Defizit des Bundes als auch eine expansivere Geldpolitik einleitete. «At the swearing-in ceremonies at the White House, President Nixon concluded his introduction by pleading with a big smile: «Dr. Burns, please give us some money!» With the support of most of his associates on the Federal Open Market Committee, Chairman Burns proceeded to do just that. [...] The highly expansionary fiscal policy of the Nixon Administration further undermined the international value of the dollar. The budget deficit ballooned out to \$23 billion in fiscal 1971 from the surplus of \$3 billion registered in 1969. Meanwhile the price-wage spiral gained further momentum.»¹¹³ Man begann, in Bezug auf den Zustand der amerikanischen Zahlungsbilanz von «benign neglect» zu sprechen.

Wie stellte sich die Schweiz zu diesen Entwicklungen? Bei der Beratung der Vorlage des Bundesbeschlusses von 1963 über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmassnahmen durch die Kommission des Nationalrats am 13. Mai wurden bereits Bedenken gegen die von Bund und Nationalbank verfolgte Währungspolitik geäussert. Zunächst wurde gefragt, warum die Schweiz immer noch nicht dem IWF beitreten wolle. Anschliessend führte Nationalrat Werner Schmid aus, dass die festen Wechselkurse die Ursache der Währungskrisen seien. Konvertibilität könne nur bei flexiblen Wechselkursen funktionieren, wie Professor Friedrich Lutz festgestellt habe. Hilfsmassnahmen wie Swaps, besonders zugunsten von Schlüsselwährungen, verschleierten nur die Lage. Dem hielt Iklé entgegen, «dass stabile Wechselkurse die Grundlage für die schweizerische Exportindustrie darstellen. Ohne eine sichere Kalkulationsgrundlage wäre es nicht möglich gewesen, dass sich unsere Exportindustrie in der bisherigen Weise hätte entwickeln können. [...] Schwankende Wechselkurse würden die Spekulation ausserordentlich anregen und beträchtliche Kapitalien in Bewegung setzen, wodurch die Ausschläge über ein gesundes Mass hinausgehen könnten.»¹¹⁴

Aber auch im Direktorium kamen schon bald Zweifel und Kritik an der eingeschlagenen Politik auf. Der Vorsteher des II. Departements, Riccardo Motta, stellte Anfang 1965 fest, «dass offenbar grosse Teile der Weltöffentlichkeit der Solidität des Dollars nicht mehr recht trauen. Nach Auffassung des Sprechenden sind die amerikanischen Währungsbehörden nicht zuletzt deshalb veranlasst worden, an ihrer falschen Politik festzuhalten, weil die

¹¹³ Coombs (1976), S. 206 f.

¹¹⁴ SNB, Protokoll des Direktoriums (1963), 16. Mai, Nr. 630.

ausländischen Notenbanken über Swapoperationen und die Gewährung von Valutavorschüssen gegen «Roosa-Bonds» zu Hilfskonstruktionen Hand boten, die sich doch im Fazit eher als problematisch erwiesen.»¹¹⁵ Und Walter Schwegler führte aus, dass «es grundsätzlich falsch [ist], die Defizitdeckung mittels künstlicher Operationen, bei gleichzeitiger Ausschaltung des Mechanismus der Golddevisenwährung, zu bewerkstelligen und damit das Zahlungsbilanzungleichgewicht gewissermassen zu perpetuieren.» Iklé vertrat dagegen seine Position, dass die Lage der Vereinigten Staaten im Grunde gesund sei. Seiner Ansicht nach lag nur ein Liquiditäts-, nicht aber ein Insolvenzproblem vor, weil die Vereinigten Staaten lediglich kurzfristige Verbindlichkeiten in langfristige Guthaben umwandeln würden. «Es sind letztlich die gewaltigen Hilfsengagements der USA sowie die umfangreichen Direktinvestitionen privater Firmen, welche dafür verantwortlich sind, dass trotz hoher Überschüsse der amerikanischen Ertragsbilanz ein beträchtliches Defizit in der Zahlungsbilanz resultiert.»

Angesichts der weiteren kritischen Entwicklung kam es aber doch zu ersten Schritten der Schweiz. Ein Vorbote war die Änderung des Münzgesetzes, das dem Parlament von der Regierung am 7. Juli 1970 vorgelegt wurde und am 1. April 1971 in Kraft trat. Eine wesentliche neue Bestimmung war, dass die Entscheidungsbefugnis für Paritätsänderungen vom Parlament auf die Regierung übertragen wurde. Die SNB hatte anscheinend diese Änderung nicht befürwortet und fragte in einem Schreiben an das EFD, ob es nicht besser sei, mit dem Gesetz noch etwas zu warten, damit nicht der Eindruck einer geplanten Frankenaufwertung entstehe. Jedenfalls aber solle die in der Verfassung vorgeschriebene Goldwährung im Gesetz erwähnt werden.¹¹⁶ Die Anwendung der neuen Bestimmungen folgte rasch. Nachdem es Anfang Mai 1971 zu einer massiven Flucht aus dem Dollar gekommen war, schlossen Deutschland und anschliessend auch Österreich, Belgien, die Niederlande und die Schweiz am 5. Mai ihre Devisenmärkte. Danach liessen Deutschland und die Niederlande ihre Wechselkurse frei schwanken. Der Nationalbank

115 Siehe (auch für das Folgende): SNB, Protokoll des Direktoriums (1965), 18. Februar, Nr. 227; Iklés Auffassung kommt deutlich zum Ausdruck in SNB an Rockefeller (1962), S. 3 ff.

116 SNB, Protokoll des Direktoriums (1970), 19. Februar, Nr. 175. Andererseits hatte das Direktorium schon 1969 Überlegungen angestellt, dass die Schweiz bei einer Aufwertung verschiedener ausländischer Währungen ebenfalls eine solche vornehmen müsse: SNB, Protokoll des Direktoriums (1969), 1. Mai, Nr. 454. Von den durch die SNB gelegentlich eingeladenen Wirtschaftswissenschaftlern (Professorium) sprachen sich bei Diskussionen die Professoren Bombach, Lutz, Sieber und Würigler für eine Aufwertung des Frankens aus: SNB, Protokolle des Direktoriums (1969), 3. Juli, Nr. 698; 4. Dezember, Nr. 1353. Intern trat Max Gal in einem Memorandum an Leutwiler im November für eine bedingungslose Aufwertung ein: SNB, Frage der Paritätsänderung (1969).

waren allein vom 3. bis 5. Mai 1971 Dollarbeträge im Wert von 3,2 Mrd. Franken zugeflossen, so dass sie sich am 5. Mai gezwungen sah, bereits am Vormittag die Devisenmärkte zu schliessen. Daraufhin wurde der Franken am 9. Mai 1971 um 7,07% gegenüber dem Gold und damit auch gegenüber dem Dollar aufgewertet. Ferner beschloss die SNB, im Juni und Juli nochmals je 50 Mio. Dollar beim amerikanischen Schatzamt in Gold umzutauschen.

Die Aufwertung wurde, wie eine Diskussion beim Vorort zeigte, von verschiedenen Wirtschaftszweigen, besonders der Uhrenindustrie und der Schuhbranche, scharf kritisiert. Die Paritätsänderung sei eine brutale, übereilte und zu schematische Massnahme in einer Panikstimmung gewesen, die den regionalen Unterschieden nicht gerecht werde. Da die Probleme des internationalen Währungssystems immer noch nicht gelöst seien, «lasse es sich nicht umgehen, baldmöglichst ein System von Abwehrmitteln bereitzustellen, welches erlaubt, solchen Krisenlagen zu begegnen, ohne zu einer Aufwertung Zuflucht nehmen zu müssen.»¹¹⁷ Es zeigte sich jedoch schon bald, dass die vorgenommene Aufwertung nicht ausreichte. Vom 4. August 1971 an setzten wieder massive Dollarzuflüsse ein, denen die SNB durch ein weiteres Gentlemen's Agreement mit den Banken entgegenzutreten suchte. Dieses umfasste zum einen eine zehntägige Blockierung der Mittel, die den Banken aus dem Verkauf von Dollar an die SNB zustanden, soweit diese nicht wieder im Ausland angelegt wurden. Zum anderen wurde eine Mindestreserve von 100% auf neue Frankenverbindlichkeiten gegenüber Ausländern eingeführt und ein Zinsverbot für solche Einlagen, soweit sie innerhalb von sechs Monaten fällig wurden.¹¹⁸

Unmittelbar darauf hob Präsident Nixon am 15. August 1971 die Goldkonvertierbarkeit des Dollar auf und führte u. a. eine Steuer von 10% auf Importe ein, die auch als Druckmittel für eine allgemeine Änderung der Wechselkursparitäten gedacht war. Die amerikanischen Behörden vertraten die Ansicht, dass eine Abwertung des Dollar nicht möglich sei, weil ihr fast alle Länder folgen würden. Sie verlangten daher eine allgemeine Neufestsetzung der Wechselkurse. Auch die anderen entwickelten Länder des Westens müssten nun die Lasten der Verteidigung der Freiheit mittragen. Als Reaktion auf diese Massnahmen schlossen alle westlichen Industrieländer ausser Japan die Devisenmärkte, oder ihre Zentralbanken stellten die Interventionen ein. Das galt auch für die Schweiz, wo sich die Nationalbank bis zur Einigung über neue Wechselkursparitäten vom Devisenmarkt völlig fernhielt.

¹¹⁷ SNB, Protokoll des Direktoriums (1971), 17. Juni, Nr. 577.

¹¹⁸ SNB, Protokoll des Direktoriums (1971), 12. August, Nr. 780.

Die neuen Paritäten wurden nach langwierigen Verhandlungen der Länder der G10 und der Schweiz am 18. Dezember 1971 in Washington im Rahmen des so genannten Smithsonian Agreement festgesetzt. Dabei wurde der Dollar gegenüber dem Gold um 7,89% abgewertet, während alle anderen wichtigen Währungen gegenüber dem Dollar um zwischen 7,48% und 16,9% aufwerteten. Die Amerikaner beseitigten die Importsteuer. Die Schweiz wertete um weitere 6,4% gegenüber dem Dollar auf, konnte jedoch die Goldparität des Frankens wegen der amerikanischen Abwertung unverändert lassen.¹¹⁹

Allerdings reichten auch diese Massnahmen nicht aus, um das internationale Währungssystem, das nun allein auf dem Dollar als Reservewährung beruhte, zu stabilisieren. Die «überbordende» Konjunktur und der Zufluss ausländischer Gelder in die Schweiz sowie die damit verbundene Zunahme der Inflation hielten an. Zwar versuchten Bund und SNB, durch eine Verschärfung der Devisenbann-Wirtschaft und der Kreditkontrollen der Flut Herr zu werden. So beschloss der Bundesrat u. a. im Juni 1972 ein Verbot der Anlage ausländischer Gelder in inländischen Grundstücken und im Juli ein Verzinsungsverbot, eine Kommission (Negativzinsen) und Mindestreserven auf ausländischen Geldern sowie eine Bewilligungspflicht für die Kreditaufnahme im Ausland. Im Dezember 1972 kam es schliesslich zu einem Bundesbeschluss über Massnahmen auf dem Gebiete des Kreditwesens, die Mindestguthaben auf Inland- und Auslandgeldern, eine Kreditbegrenzung und die Kontrolle von Emissionen am schweizerischen Kapitalmarkt umfassten. Meist veranlasste die SNB diese Massnahmen oder trat für deren Verschärfung ein. So forderte sie in einem Schreiben an das EFD eine Herabsetzung des Freibetrags für Kreditaufnahmen im Ausland von 1 Mio. Franken auf 50 000 Franken, um Umgehungsmöglichkeiten auszuschalten.¹²⁰

Die Nationalbank war auch besorgt über die zunehmende Tendenz, den Franken bei internationalen Transaktionen und Anleihen als Referenzwährung zu benutzen und suchte dem energisch entgegenzutreten. So erfuhr sie am 5. August 1971 von der Schweizerischen Kreditanstalt, dass die London Multinational Bank Ltd., an der die Kreditanstalt beteiligt war, auf Franken lautende Notes der Illinois Tool Works Inc., Chicago, für 8 Mio. Franken am Markt platziert habe, wovon 7 Mio. Franken an schweizerische Banken weitergegeben worden seien. Die SNB führte in ihrem Antwortschreiben aus: «Seit Jahren haben wir, wie Ihnen zweifellos bekannt ist, alle Anstrengungen

119 SNB, Protokolle des Direktoriums (1971), 19. August, Nr. 788 und Nr. 801;

21. September, Nr. 908; 23. Dezember, Nr. 1171.

120 SNB, Protokoll des Direktoriums (1973), 18. Januar, Nr. 43.

unternommen, um zu verhindern, dass ausländische Banken auf Schweizer Franken lautende Papiere emittieren, weil dies zu einer Internationalisierung unserer Währung und damit zu Frankentransaktionen Anlass gibt, die mit unserer Wirtschaft in keinem Zusammenhang stehen und sich einer Kontrolle durch unsere Behörden entziehen, was den inländischen Geld- und Kapitalmarkt angesichts seines bescheidenen Umfanges ernsthaft stören könnte.»¹²¹ Die Kreditanstalt wurde aufgefordert, die Londoner Bank zur Aufgabe der Platzierung zu veranlassen. Bereits am 29. Juli 1971 hatten sich die drei Grossbanken verpflichtet, weder selbst, noch über ihre ausländischen Filialen und Tochtergesellschaften an der Platzierung von auf Schweizer Franken lautenden Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von unter einem Jahr für ausländische Geldgeber mitzuwirken. Die Nationalbank ersuchte daraufhin die anderen Banken ebenfalls, sich dieser Verpflichtung anzuschliessen.¹²² Ganz im Einklang damit stand auch die Haltung der SNB bei der Bewilligungspflicht für Kreditaufnahmen im Ausland. In diesem Fall argumentierte sie: «Die Verwendung des Schweizer Frankens ist währungs- politisch nicht erwünscht, da ja der Geldgeber im Ausland Wohnsitz hat und das Geld auch im Ausland verwendet werden soll. Bekanntlich wehren wir uns seit langem gegen die «Internationalisierung» des Schweizer Frankens. Wo [...] eine Bewilligungspflicht besteht, verweigern wir deshalb die Bewilligung. Zur Durchsetzung dieser Politik ist eine Herabsetzung der Freigrenze [von 1 Mio.] auf Fr. 50 000 erwünscht.»¹²³ Weitere ähnliche Massnahmen folgten.

Wie zu erwarten war, erwiesen sich auch diese Eingriffe als wenig wirkungsvoll. Nachdem Italien am 21. Januar 1973 den Devisenmarkt in einen Teilmarkt für Kommerz- und einen für Kapitalgeschäfte gespalten hatte, flossen der SNB erneut erhebliche Dollarbeträge zu, so allein am 22. Januar für rund 1 Mrd. Franken. Daher wurde nach Rücksprache des Vorstehers des III. Departements, Fritz Leutwiler, mit Bundesrat Nello Celio, dem Chef des EFD, und mit dem krankheitshalber abwesenden Direktoriumspräsidenten, Edwin Stopper, beschlossen, den Banken am 23. Januar 1973 um 08.30 Uhr mitzuteilen, dass die SNB «heute darauf verzichtet, ihre Interventionen am Dollarmarkt aufzunehmen. Sie wird sich vom Markte fernhalten, bis eine Beruhigung eingetreten ist.» Bundesrat Celio hatte auf die Anfrage hin «eindeutig und ohne zu zögern [geantwortet], auch im Namen des Gesamtbundesrates, ein solches Risiko dürfe nicht eingegangen werden. Es wäre aus

121 SNB, Protokoll des Direktoriums (1971), 12. August, Nr. 757.

122 Ebenda.

123 SNB, Protokoll des Direktoriums (1973), 18. Januar, Nr. 43.

psychologischen Gründen untragbar, wenn wir kurz nach Inkrafttreten der Bundesbeschlüsse zur Teuerungskämpfung in grossem Umfang Dollars aufnehmen und dafür Franken gutschreiben müssten [...]»¹²⁴ Da auch eine weitere Abwertung des Dollar gegenüber dem Gold um 10% ohne Wirkung blieb und die Dollarzuflüsse nun in erster Linie in die Bundesrepublik Deutschland strömten, beschloss diese zusammen mit den anderen Ländern der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft (EWG) am 12. März 1973, die Wechselkurse gegenüber dem Dollar frei schwanken, untereinander jedoch weiterhin fixiert zu lassen («Blockfloaten»). Informierten Beobachtern war damit klar, dass die «vorläufige» Freigabe des Dollarkurses durch die Schweiz den dauerhaften Übergang zu einem System flexibler Wechselkurse bedeutete, mit dem diese nunmehr seit über 30 Jahren lebt.

2.3.5 Die Behandlung der Aufwertungsverluste

Das Direktorium und die Bundesbehörden hatten sich auch mit der Frage auseinanderzusetzen, wer die Verluste der Frankenaufwertung vom Mai 1971 tragen sollte und wie diese zu behandeln seien. Gemäss einer Aufstellung der Nationalbank beliefen sie sich auf gut 1,2 Mrd. Franken, wovon etwa 690 Mio. auf die Gold- und gut 550 Mio. Franken auf die Devisenbestände entfielen. Die SNB vertrat die Auffassung, dass die Verluste voll vom Bund zu übernehmen seien. Nach Art. 3 des neuen Münzgesetzes vom 18. Dezember 1970 entscheide die Bundesversammlung über die Behandlung entsprechender Verluste. Um zu vermeiden, dass die SNB am «Ende des Jahres einen in die Hunderte von Millionen Franken gehenden Verlust ausweisen muss», sei eine Mithilfe der öffentlichen Hand notwendig. Die Nationalbank beantrage daher, dass der Bund ihr gegenüber eine unverzinsliche Schuld von 700 Mio. Franken übernehme, die aus den Gewinnen der SNB in den folgenden Jahren zu tilgen sei. Um am Jahresende eine verlustfreie Bilanz präsentieren zu können, sei es erwünscht, dass das Parlament diese Frage noch im laufenden Jahr abschliessend behandle.¹²⁵ Bundesrat und Parlament folgten diesen Vorschlägen, wobei der Bundesrat sogar erreichen konnte, dass der Bund den ganzen Aufwertungsverlust von gut 1,2 Mrd. Franken in Form einer unverzinslichen Schuldverpflichtung gegenüber der SNB übernahm.¹²⁶

Die Grosszügigkeit des Bundes lässt sich vielleicht dadurch erklären, dass die Neufestsetzung der Wechselkurse im Rahmen des Smithsonian Agree-

124 SNB, Protokoll des Direktoriums (1973), 25. Januar, Nr. 90, und für den chronologischen Ablauf: SNB, Protokoll des Direktoriums: (1973), 22. März, Nr. 178.

125 SNB, Protokoll des Direktoriums (1971), 8. Juli, Nr. 670.

126 SNB, Protokolle des Direktoriums (1971), 28. Oktober, Nr. 1020; 11. November, Nr. 1032.

ment Ende 1971 zu weiteren Aufwertungsverlusten geführt hatte. Diese waren allerdings nur auf dem Devisenbestand entstanden, da die Goldparität wegen der Abwertung des Dollar gegenüber dem Gold beibehalten werden konnte. Interessanterweise verwendete die SNB zur gleichen Zeit die Gewinne aus Devisenerträgen von schätzungsweise 140 Mio. Franken teilweise zu einer Abschreibung auf dem Devisenbestand, um so die künftige Ertragskraft der Bank nicht in zu günstigem Licht erscheinen zu lassen. Ähnliche, wenig durchsichtige Bilanzoperationen wurden auch in den Jahresrechnungen von 1972 bis 1976 vorgenommen.¹²⁷ Zur Deckung möglicher künftiger Verluste wurde mit einem Teil der Gewinne eine stille Reserve gebildet, die sich in den veröffentlichten Bilanzen unter «Sonstigen Passiven» verbarg.

Nach dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen erhöhten sich die Kursverluste der SNB wegen des weiteren Kurszerfalls des Dollar. Doch Ende des Jahres berichtete Leutwiler dem Direktorium, Stopper habe ihm gegenüber die Ansicht vertreten, dass «der Aufwertungsverlust, welchem eine Schuldverpflichtung des Bundes gegenüber steht, [...] aus der Abwertung unseres Goldbestandes, nicht des Devisenbestandes, hervorgegangen [sei]. Diese sei inzwischen gegenstandslos geworden, weil der Bund im geeigneten Zeitpunkt die Bewertung des Goldes hinaufsetzen könne. Wegen dieser theoretisch bestehenden Möglichkeit erübrige sich eine weitere offene Amortisation der Schuldverpflichtung des Bundes.» Das Direktorium war sich also im Klaren, dass wegen des Goldpreisanstiegs am freien Markt statt des ausgewiesenen Verlustes auf den Goldbeständen de facto ein erheblicher Gewinn vorlag. Trotzdem wurde eine neue Einlage in die Rückstellung für Währungs- und Kursrisiken in Höhe von 232 Mio. Franken aus den Erträgen vorgenommen, um die Schuldverpflichtung des Bundes bis Ende 1976 tilgen zu können.¹²⁸

In den folgenden Jahren stellten sich weitere Verluste auf den Devisenbeständen ein. Es ist daher nicht erstaunlich, dass es schon relativ früh, nämlich 1973, im Parlament zu einer Anfrage durch Nationalrat Ulrich Fischer bezüglich der Aufwertungsverluste auf den Dollarreserven der SNB kam. Die von der Nationalbank entworfene Antwort des Bundesrats fiel recht ausweichend aus. Nationalrat Fischer war daher nicht befriedigt und stellte am 18. September eine weitere Anfrage. Er erkundigte sich, was der Bundesrat zur Klärung der Frage, wer die Kursrisiken der Swapvereinbarungen und der

127 SNB, Protokolle des Direktoriums (1971), 9. Dezember, Nr. 1138;

(1972), 23. November, Nr. 1057; 14. Dezember, Nr. 1123.

128 SNB, Protokolle des Direktoriums (1973), 6. Dezember, Nr. 872; 13. Dezember, Nr. 921.

Roosa-Bonds trage, zu tun gedenke. Zudem wollte er wissen, wie hoch die aufgelaufenen Verluste seien, wie man sie weiter behandeln solle und wer die Verantwortung für die Dollarkäufe trage.¹²⁹

Tatsächlich änderte sich in der Folge die Behandlung der Devisenverluste völlig. Nicht mehr der Bund, wenn auch nur nominell, sondern die SNB selbst musste nun für ihre Verluste geradestehen, die gemäss Fritz Leutwiler, der inzwischen Direktoriumspräsident geworden war, für die Zeit von 1971 bis 1977 «rund 3,8 Milliarden Franken [betrugen], beziehungsweise 5 Milliarden Franken, wenn der Aufwertungsverlust aus dem Jahre 1971 mitberücksichtigt wird.»¹³⁰ Dabei hielt die SNB, soweit es ihr ratsam erschien, an ihrer Praxis fest, in der veröffentlichten Jahresrechnung geringere als die tatsächlich erlittenen Verluste auszuweisen. Sie tat dies, indem sie bei der Bewertung der Dollarbestände einen über dem Marktkurs liegenden Wechselkurs verwendete und teilweise auf Reserven zurückgriff, die sie auf Kosten des ausgewiesenen Gewinns früherer Jahre stillschweigend gebildet hatte. So führte Leutwiler in seiner Erläuterung zum Geschäftsbericht für 1977 gegenüber dem Bankausschuss aus: «Den Ausführungen im Geschäftsbericht ist zu entnehmen, dass die nicht kursgesicherten Dollarbestände [...] neu zu 2.25 inventarisiert sind. Der Jahresschluss-Kurs des Dollars lag demgegenüber bei 2.00 [...]. Aus der Bewertung des Dollarbestandes zu 2.25 resultiert ein Abschreibungsbedarf von 1208 Millionen Franken. Eine Bewertung zu 2.00 hätte den Abschreibungsbedarf auf rund 3,1 Milliarden Franken erhöht und uns gezwungen, entweder einen Verlust auf neue Rechnung vorzutragen oder den Goldbestand neu zu bewerten.»¹³¹ «Die erwähnte interne Rückstellung wurde in den Jahren 1972–1976 gebildet. Sie musste nunmehr nicht nur im ausgewiesenen Umfang von 29,7 Millionen Franken, sondern mit 309 Millionen Franken beansprucht werden. Nach dieser Entnahme beläuft sie sich noch auf 648 Millionen Franken.»¹³² Im Geschäftsbericht heisst es in den Erläuterungen zur Ertragsrechnung: «Auf der Ertragsseite fällt vor allem der Ausfall eines Ertrages aus dem Verkehr mit Gold und Devisen auf. Da der Kursverlust auf dem Devisenbestand die Zinseinnahmen überstieg, wurde eine Entnahme aus der internen Rückstellung für Währungs- und Kursrisiken von 29,7 Mio. Franken notwendig. Ausserdem mussten die früher geäufteten Reserven für Banknoten (10 Mio. Franken), für Zinsen auf Bundesschatzanweisungen (70 Mio. Franken), für Offenmarkt-Operationen (86,1 Mio. Franken)

129 SNB, Protokoll des Direktoriums (1973), 25. Oktober, Nr. 759.

130 SNB, Protokoll des Bankausschusses (1978), 24. Februar, S. 26.

131 SNB, Protokoll des Bankausschusses (1978), 24. Februar, S. 26 f.

132 SNB, Protokoll des Bankausschusses (1978), 24. Februar, S. 26.

und für Bankgebäude (13,7 Mio. Franken) beansprucht werden.»¹³³ Es wurden also nicht nur die gesamten Zinseinnahmen vorweg zur Kompensation der Verluste auf den Dollarbeständen verwendet, sondern darüber hinaus ein Rückgriff auf die stillen Währungsreserven und andere Reserveposten vorgenommen, um keinen Verlust ausweisen zu müssen.

Wegen des fortgesetzten Kurszerfalls reichten die verbliebenen stillen Reserven und die Erträge im Jahre 1978 nicht einmal aus, um die Hälfte des Verlustes von 4435 Mio. Franken auf dem Devisenbestand zu decken. Es wurde daher auf der Aktivseite der Jahresschlussbilanz ein «Verlust auf den Devisenbeständen» von rund 2593 Mio. Franken ausgewiesen, welcher mit der Bemerkung «gedeckt durch die stillen Reserven auf Gold» versehen wurde.¹³⁴ In den folgenden beiden Jahren konnten die Verluste aus den Gewinnen getilgt und anschliessend neue Reserven gebildet werden.

2.4 Die Geldmengenpolitik bei flexiblen Wechselkursen

2.4.1 Ausgangslage und Probleme

Der Übergang zu einem Regime flexibler Wechselkurse war weder von der Nationalbank noch von der Regierung gewünscht oder gar geplant worden. Das Direktorium liess sich zunächst vorsichtshalber von seinem Rechtsbüro bestätigen, dass die Einstellung der Interventionen am Devisenmarkt auch gemäss dem Smithsonian Abkommen rechtmässig gewesen sei. Noch Wochen danach hoffte es auf die Festsetzung einer neuen Parität. Am 15. Februar 1973 machte die SNB Bundesrat Nello Celio darauf aufmerksam, dass ein unverzüglicher Beschluss bezüglich der neuen Parität erwünscht sei, da sich der Dollarkurs mit 3.31 Franken bedenklich dem vorgesehenen neuen unteren Interventionskurs näherte. Celio konnte aber nur drei seiner sechs Kollegen erreichen und wollte daher die Entscheidung auf den folgenden Montag verschieben. Er ermächtigte jedoch die SNB, bei den Banken durchblicken zu lassen, dass die Regierung eine Paritätsfestsetzung beabsichtige. Auch habe er nichts dagegen, wenn die Nationalbank ein Abgleiten des Dollar unter 3.31 verhindere. Am 19. Februar veröffentlichte die Bundeskanzlei folgende Verlautbarung: «Bundesrat und Direktorium der Nationalbank haben am Montagnachmittag, wie schon letzte Woche vorgesehen, eine weitere Aussprache über die Währungslage geführt und dabei die Wünschbarkeit neuer fester Wechselkurse festgestellt. Bis zum Zeitpunkt dieser Kursfixierung wird die

¹³³ SNB, 70. Geschäftsbericht 1977, S. 80.

¹³⁴ SNB, 72. Geschäftsbericht 1979, S. 84.

Nationalbank mit ihrer Devisenpolitik darnach trachten, dass der Dollarkurs das gegenwärtige Marktniveau nicht wesentlich unterschreitet.»¹³⁵ Daraufhin kaufte die SNB am 22. und 23. Februar per Kassa 807 Mio. Dollar zum Betrag von 2,75 Mrd. Franken und per Termin nochmals 175 Mio. Dollar, ohne aber den weiteren Kurszerfall auf 3.10 Franken aufhalten zu können. Danach wurden diese vergeblichen Bemühungen eingestellt und schliesslich das System flexibler Wechselkurse akzeptiert.¹³⁶

Man gewinnt den Eindruck, dass zunächst weder das Direktorium, geschweige denn der Bundesrat sich des mit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen verbundenen Machtzuwachses der Nationalbank bewusst waren. Denn nunmehr konnte die SNB die Geldmenge in der Schweiz autonom steuern. Zuvor war die Geldmenge trotz Devisenbann-Wirtschaft und Kreditkontrollen sowie der Teilnahme an internationalen Swapoperationen und Kreditgewährungen letztlich durch die Geldpolitik der Vereinigten Staaten bestimmt worden. Weil die USA als Reservewährungsland zur Zeit der festen Wechselkurse mit ihrer expansiven Geldpolitik nicht den Regeln der Goldwährung folgten, sahen sich die Zentralbanken stabilitätsorientierter Länder wie die SNB mit einem Überangebot an Dollar konfrontiert und waren gezwungen, diese zum festen Kurs zu kaufen, was die Zentralbankgeldmenge erhöhte.

Mit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen wurden der Bundesrat und besonders die Nationalbank vor völlig neue Probleme gestellt. Es galt nun, eine Politik zu formulieren, die den neuen Gegebenheiten entsprach. Ausserdem stellte sich schnell das historisch bekannte Phänomen ein, dass flexible Wechselkurse nicht nur starke kurzfristige Fluktuationen aufweisen, sondern auch zu erheblichen mittel- und langfristigen Schwingungen um die Kaufkraftparität neigen.¹³⁷ Verstärkt wurden diese Probleme dadurch, dass die Schweiz ein kleines Land ist und der Franken als sichere Fluchtwährung in Krisensituationen galt. Angesichts dieser Zusammenhänge standen Bundesrat und SNB folgende Möglichkeiten zur Verfügung: Weiterführung der Devisenbann-Wirtschaft, Entwicklung einer neuen Geldpolitik, Fortsetzung der internationalen Währungspolitik in Zusammenarbeit mit anderen Zentralbanken und Anschluss an das Blockfloaten der EWG mit festen Wechselkursen zu den anderen Mitgliedstaaten in der so genannten «Währungsschlange». Tatsächlich wurde ein solcher Beitritt bereits in einer Sitzung des Bundesrates mit dem Direktorium am 14. März 1973 erwogen. Nachdem sich

135 Pressemitteilung Währungslage (1973).

136 SNB, Freigabe Wechselkurs (1973); SNB, Protokolle des Direktoriums (1973), 25. Januar, Nr. 90; 15. Februar, Nr. 149; 22. März, Nr. 178.

137 Bernholz (1982); League of Nations (1946), Kapitel 6.

der Franken im Herbst 1974 stark aufgewertet hatte, wurden 1975 auch Verhandlungen aufgenommen. Der Beitritt wurde jedoch von Frankreich hintertrieben und kam daher im Gegensatz zu demjenigen der Nichtmitglieder Schweden und Norwegen nicht zustande. Später wandte sich Frankreich auch gegen einen Beitritt der Schweiz zum 1979 in Kraft gesetzten Europäischen Währungssystem (EWS), das neben dem Festkurssystem u. a. erhebliche Kredithilfen zwischen den Mitgliedern vorsah.¹³⁸

Interessanterweise scheint die Schweiz nie die Möglichkeit erwogen zu haben, sich, wie später Österreich, einseitig an die EWG-«Schlange» anzuhängen. Dadurch wäre die Schweiz allerdings von der Geldpolitik der Deutschen Bundesbank als Zentrum dieses Währungsverbands abhängig geworden. Da diese jedoch eine stabilitätsorientierte Politik betrieb, hätte man sich vermutlich erhebliche Wechselkursschwankungen ersparen können, ohne dafür höhere Inflationsraten als bei eigenständiger Geldpolitik in Kauf nehmen zu müssen.¹³⁹

Alle anderen Möglichkeiten wurden von Bundesrat und Nationalbank im Laufe der folgenden Jahre ausprobiert. Devisenbann-Wirtschaft, Kreditkontingentierung sowie internationale Swap- und Stützungsaktionen wurden trotz ihres anhaltenden Misserfolgs fortgeführt. Dabei kann zugunsten der letzteren immerhin gesagt werden, dass es sich um marktkonforme Massnahmen handelte, die in Abstimmung mit der neuen Geldmengenpolitik erfolgen konnten und vermutlich deren Einführung erleichterten. Demgegenüber besass die Devisenbann-Wirtschaft bestenfalls Tradition. So berichtet Kurt Schiltknecht, dass Präsident Leutwiler zu ihm gesagt habe, nachdem er 1974 einige Wochen bei der SNB gewesen sei: «Wissen Sie, ich habe keine Ahnung, wie man Geldpolitik unter flexiblen Wechselkursen macht. Das einzige, mit dem ich mich in meinem Leben beschäftigt habe, ist die Frage, wie können wir die Kapitalzuflüsse bekämpfen, wie können wir verhindern, dass zu viel Geld in die Schweiz hineinkommt.»¹⁴⁰

138 SNB, Protokolle des Direktoriums (1973), 22. März, Nr. 178; (1978), 13. Juli, Nr. 480/1.

In beiden Fällen scheint der französische Finanzminister bzw. spätere Präsident Valéry Giscard d'Estaing eine grössere Rolle für die Ablehnung durch Frankreich gespielt zu haben. Eine ausführliche Darstellung über das Scheitern der Verhandlungen zum Beitritt zur Europäischen Währungsschlange findet sich bei Halbeisen (2007), der vermutet, dass Frankreich eine Verstärkung des Blocks der Hartwährungsländer verhindern wollte.

139 Diese Einschätzung wird allerdings nicht allgemein geteilt (siehe 11.4.6).

140 SNB, Interview Schiltknecht (2004).

2.4.2 Geldmengenpolitik und überschüssende Wechselkurse

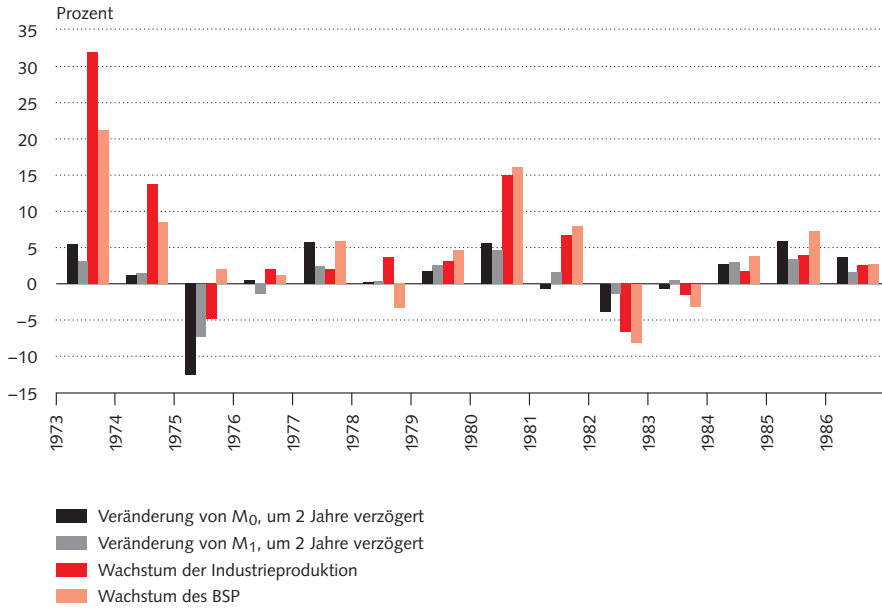
Mit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen hatte die Nationalbank, wie bereits erwähnt, erstmals die volle Kontrolle über die Zentralbankgeldmenge M_0 (Banknotenumlauf plus Giro Guthaben der Banken bei der SNB) und damit auch einen bestimmenden Einfluss auf die Geldmenge M_1 (Banknotenumlauf und Giro Guthaben bei Banken ausser der SNB) erlangt. So konnte sie nun entscheidenden Einfluss auf die Höhe der Inflation nehmen. Damit stellte sich jedoch zugleich die Frage, wie die SNB ihre Geldpolitik gestalten sollte.

Ein Vorschlag des späteren Nobelpreisträgers Milton Friedman beruhte auf der Quantitätstheorie des Geldes und sah vor, die Geldmenge durchschnittlich mit dem realen BSP wachsen zu lassen.¹⁴¹ Dadurch würde der Geldumlauf entsprechend der realen Wirtschaftsleistung zunehmen. Es käme zu keinen Geldmengenüberschüssen, die auf Dauer zu einer Erhöhung des Preisniveaus führen müssten. Allerdings bleiben bei dieser Formulierung verschiedene Fragen offen. Welche Geldmenge sollte gewählt werden: M_0 , M_1 oder M_2 , die damals zusätzlich zu M_1 noch die Termineinlagen bei Banken bis zu einigen Monaten Laufzeit umfasste? Mit welcher Verzögerung wirkt eine Geldmengenänderung auf das Preisniveau? Welches sind ihre kurz- und mittelfristigen Wirkungen auf Wechselkurse, Zinsen und Konjunkturschwankungen? Sollen – und wie sollen – die Einflüsse von Konjunkturschwankungen und von Störungen, wie Kriegen, Erdölpreiserhöhungen oder Naturkatastrophen, berücksichtigt werden? Wie bestimmt man das zu erwartende reale BSP, oder soll stattdessen eher das potenziell erreichbare BSP als Zielgrösse gewählt werden? Friedman selbst hatte an eine Zunahme der Geldmenge gedacht, die sich am langfristig durchschnittlich möglichen Wirtschaftswachstum orientierte, und riet davon ab, auf kurzfristige Störungen zu reagieren.

Die Nationalbank hatte nach den letzten bedeutenden Dollarkäufen im Februar 1973 ihre Interventionen am Devisenmarkt eingestellt und nahm diese erst 1975 wieder auf. Das hatte zur Folge, dass die Zentralbankgeldmenge in den Jahren 1973 und 1974 kaum noch wuchs, was wegen der anfangs noch herrschenden Inflation mit den für die Schweiz üblichen Verzögerungen zunächst zu einem starken Konjunkturreinbruch führte. Erst nachdem das BSP und besonders die Industrieproduktion deutlich zurückgegangen waren, kam es zu einer Abnahme der Inflation (Grafiken 2.6 und 2.7). Auch

¹⁴¹ Friedman (1953), Kapitel «The Case for Flexible Exchange Rates», S. 157–203 und Friedman (1959).

Grafik 2.6

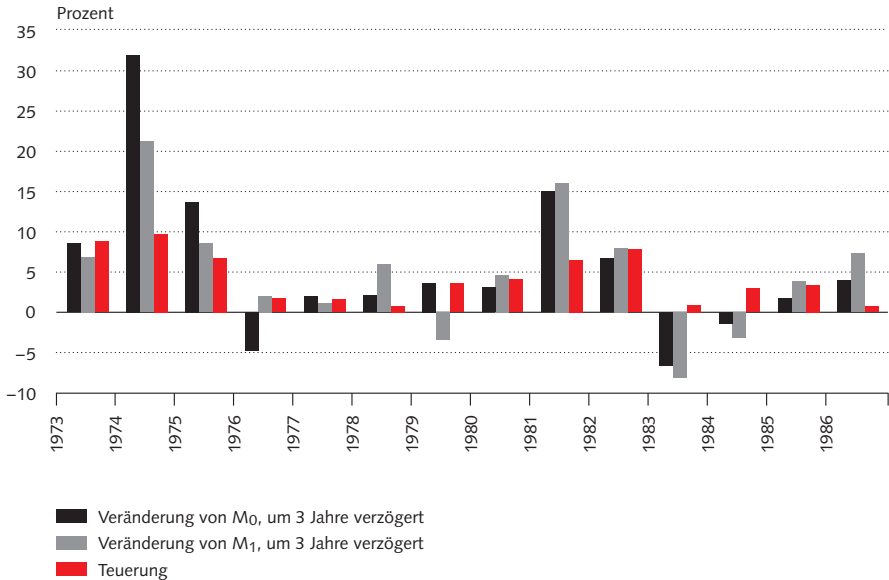
Jährliche Veränderung von M_0 und M_1 sowie Industrieproduktion und BSP in der Schweiz, 1973–1986


Quelle: SNB, Monatsbericht (verschiedene Jahre).

andere Länder litten zu dieser Zeit unter einem Konjunkturrückgang, doch fiel der Einbruch in der Schweiz infolge ihrer Geldpolitik am stärksten aus. So nahm die Industrieproduktion 1975 um 12,6% ab. Man beachte, dass in den Grafiken die Veränderungen der nominellen Geldmengen wegen der verzögerten Wirkung auf Konjunktur und Preise um jeweils zwei Jahre (auf Industrieproduktion und BSP) bzw. um drei Jahre (auf den Konsumentenpreisindex) verschoben wurden. So beziehen sich die Geldmengenveränderungen, die beispielsweise für 1973 angegeben sind, tatsächlich auf 1971 bzw. 1970. Man erkennt aus den Grafiken, dass sich die Entwicklung des Wirtschafts- und Geldmengewachstums sowie des Konsumentenpreisindex (KPI) unter Berücksichtigung dieser Verzögerungen qualitativ recht gut entsprechen.

Der Vorschlag, neben der bis dahin gültigen Kreditzuwachsbeschränkung Überlegungen zu einer Geldmengenpolitik anzustellen, ging im Mai 1974 vom Leiter der Volkswirtschaftlichen und Statistischen Abteilung (VOSTA), John Lademann, aus. Eine indirekte Anregung dazu stammte vermutlich von Professor Karl Brunner, bei dem Lademann promoviert hatte und der diesem

Grafik 2.7

Jährliche Veränderung von M_0 und M_1 sowie Teuerung in der Schweiz, 1973–1986

Quelle: SNB, Monatsbericht (verschiedene Jahre).

1973 in Gesprächen und wohl auch in seinem jährlichen Konstanzer Geldseminar «vorgeworfen [hatte], dass wir eine falsche Politik betrieben, dass wir unbedingt den Wechselkurs als Fixum aufgeben müssen, damit wir die Geldmenge in den Griff bekämen.»¹⁴² Lademann schrieb in einer Notiz für den Direktoriumspräsidenten, Fritz Leutwiler: «Schliesslich scheint es angezeigt, gewisse Überlegungen über das Verhältnis zwischen Notenbankgeldmenge, bzw. ihrer Ausweitung und Kreditexpansion, bzw. Buchgeldschöpfung der Banken anzustellen, damit ein vernünftiges Wachstum unserer Geldversorgung in die Wege geleitet werden kann.»¹⁴³

Leutwiler folgte rasch diesem Vorschlag und berief Kurt Schiltknecht zum Leiter einer kleinen Arbeitsgruppe innerhalb der VOSTA, die Vorschläge für eine Geldmengenpolitik ausarbeiten sollte. Diese Gruppe bestand neben Schiltknecht zuerst aus Alexander Galli und Peter Buomberger. 1977, als sie

¹⁴² SNB, Interview Lademann (2005a).

¹⁴³ SNB, Überlegungen zur Kreditbegrenzung (1974), SNB, Interview Lademann (2005b) und SNB, Rückblick Schiltknecht (1985).

in Forschungsabteilung umbenannt wurde, kamen Ernst Baltensperger und Georg Rich hinzu. 1978 wurde die Forschungsabteilung mit der Volkswirtschaftlichen Abteilung unter Leitung von Schiltknecht zusammengelegt.

Wie erwähnt, hatte Milton Friedman vorgeschlagen, zur Beseitigung inflationärer Tendenzen ein dem potenziellen Wachstum des realen BSP entsprechendes konstantes Geldmengenwachstum zu verfolgen. Veränderungen der Wachstumsrate mit Rücksicht auf die Konjunkturlage oder andere kurzfristige Störungen seien kontraproduktiv, da die Wirkungsverzögerungen von Geldmengenveränderungen im Laufe der Zeit variierten. Seine Ausführungen bezogen sich zunächst auf die Vereinigten Staaten. Da wegen deren Grösse der Aussenhandelsanteil im Verhältnis zum Sozialprodukt gering sei, empfehle es sich nicht, die Massnahmen gegen Inflationstendenzen auf die Wechselkurse auszurichten.¹⁴⁴ Bei Umkehrung dieser Argumentation könnte man schliessen, dass Friedman einem kleinen Land vorgeschlagen hätte, den Wechselkurs an die Währung eines grossen, eine stabile Geldmengenpolitik verfolgenden Landes zu binden. Ein Vorschlag also, dem die Schweiz nicht gefolgt ist.

Der Übergang der Nationalbank zur Geldmengenpolitik, deren weitere Entwicklung, Folgen und Probleme sind ausführlich und kompetent beschrieben worden.¹⁴⁵ Es ist daher möglich, sich kurz zu fassen. Da die Arbeitsgruppe mit der Entwicklung eines Konzeptes für die Geldmengenpolitik vor einer völlig neuen Aufgabe stand, ist es nicht erstaunlich, dass dieses im Laufe der Jahre allmählich verfeinert und umgestaltet wurde. Eine grundlegende Entscheidung war zunächst, die Geldmenge M_1 als relevante Grösse zu wählen. Weil die Zentralbank M_0 im Wesentlichen nur über die Giroguthaben bei ihr beeinflussen kann und der Notenumlauf überwiegend von der Nachfrage des Publikums bestimmt wird, war es zunächst wichtig, neben der erwarteten Entwicklung des BSP die Beziehung zwischen M_1 und der Zentralbankgeldmenge M_0 herauszuarbeiten. Auch galt es, die für die Durchführung der Geldmengenpolitik geeigneten Instrumente zu bestimmen. Zu diesem Zweck wurde von Schiltknecht ein Vorschlag zur Feinsteuerung unterbreitet.¹⁴⁶ Bei dem Ende 1974 unter dem Titel «Vorschläge zur Geldmengenpolitik im Jahre

144 Friedman (1959, 1968), siehe auch Brunner (1968). Brunner hatte auf die Arbeitsgruppe einen indirekten Einfluss durch viele Diskussionen und häufige Telefonanrufe bei Kurt Schiltknecht, ohne jedoch je konkrete Vorschläge zu machen. Gelegentlich kontaktierte er auch Fritz Leutwiler (gemäss telefonischer Information durch Kurt Schiltknecht vom 1. Februar 2006). In seinem jährlichen Konstanzer Seminar, an dem viele Ökonomen, auch solche von der Nationalbank und der Deutschen Bundesbank, teilnahmen, wurden ab 1971 Themen der Geldpolitik intensiv diskutiert.

145 SNB, Rückblick Schiltknecht (1985); Schiltknecht (1994); Galli (1994); Rich (2003).

146 SNB, Rückblick Schiltknecht (1985).

Tabelle 2.1
Geldmengenziele der SNB und ihre Realisierung

Jahr	Vorschlag der volkswirtschaftlichen Abteilung		Geldmengenziel des Direktoriums		Effektives Wachstum ¹	
	M_1^2	$M_0^{3,4}$	M_1^2	$M_0^{3,4}$	M_1^2	$M_0^{3,4}$
1975	6,0%	–	6%	6%	4,0%	5,9%
1976	5,0%	–	6%	max. 0%	7,8%	3,7%
1977	5,0%	–	5%	–	5,3%	3,1%
1978	3,5%	–	5%	–	16,6%	15,0%
1979	Falls D-Mark zwischen: – 0.85 und 0.89 Franken, dann Wechselkurspolitik mit expansiver Geldmengenpolitik; – 0.89 und 0.96 Franken, dann M_1 : 5%; – 0.96 und 1.00 Franken, dann Wechselkurspolitik mit restriktiver Geldmengenpolitik.		kein quantifiziertes Geldmengenziel		8,5%	6,7%
1980	–	4%	–	4%	–9,0%	–7,8%
1981	–	4%	–	4%	–3,6%	–0,5%
1982	–	4%	–	3%	3,0%	2,6%
1983	–	3%	–	3%	7,6%	3,6%

1 Die effektiven Veränderungsdaten wurden aus Jahresmitteln berechnet (monetäre Basis: Mittel aus Monatsdurchschnitten; Geldmenge M_1 : Mittel aus Monatsendwerten).

2 Geldmenge M_1 = Bargeldumlauf (ohne Bestände bei Banken, Post und Bund) + Giro Guthaben von Handel, Industrie und weiteren Deponenten (aber ohne Banken) bei der SNB + Sichteinlagen bei Banken in Schweizer Franken + Postcheckguthaben (ohne Guthaben von Banken und Bund).

3 Monetäre Basis M_0 = Notenumlauf + Giro Guthaben inländischer Banken und Finanzgesellschaften bei der SNB (ultimobereinigte monetäre Basis = M_0 – Ultimokredite).

4 Ab 1980 Wachstumsraten der ultimobereinigten monetären Basis.

Quelle: SNB, Monatsbericht (verschiedene Jahre); SNB, Vorschläge zur Geldmengenpolitik (verschiedene Jahre); SNB, Jahresbericht (verschiedene Jahre).

1975» vorgelegten Bericht an das Direktorium fällt auf, dass die Zinsentwicklung und insbesondere die Wechselkurssituation vernachlässigt wurden. Schon in den folgenden Berichten wurde dann die erwartete Entwicklung von Wechselkursen und Zinsen einbezogen. Weiter ist auffällig, dass die Berichte trotz ihrer mittelfristigen Ausrichtung der jeweiligen Konjunkturlage erheblichen Raum gewährten. Dies stand im Widerspruch zu den Empfehlungen von Friedman. Im Bericht «Vorschläge zur Geldmengenpolitik für das Jahr 1976» wurde Ende 1975 argumentiert, dass eine Politik konstanter

Geldmengenwachstumsraten wegen der aussenwirtschaftlichen Verflechtung der Schweiz abzulehnen sei. Erst mit dem Vorschlag für 1981, nunmehr für M_0 , versuchte man, auf einen mittelfristigen Pfad einzuschwenken: «Immer mehr setzte sich die Erkenntnis durch, dass kurzfristige Veränderungen in der Geldpolitik ohne grosse Wirkungen auf die volkswirtschaftlich relevanten Grössen blieben.»¹⁴⁷

Das Direktorium folgte in den ersten drei Jahren der Geldmengenpolitik den Vorschlägen der Arbeitsgruppe. Dagegen beschloss es wegen des starken Rückgangs des Dollarkurses und besonders der Deutschen Mark Ende 1977 zu Recht, für 1978 zunächst eine Wachstumsrate von 4% (statt der vorgeschlagenen 3,5%) und etwas später in «Anbetracht der extremen Entwicklung auf dem Devisenmarkt» von 5% festzulegen. Leutwiler befürchtete, dass «die Ankündigung einer Reduktion des Geldmengenziels von 5% im zu Ende gehenden Jahr auf 4% [für] 1978 [...] in der Öffentlichkeit als restriktive Politik der SNB interpretiert werden und die Erwartungen auf eine anhaltend feste oder sogar noch stärkere Haltung des Frankenkurses festigen oder vermehren [könnte].»¹⁴⁸

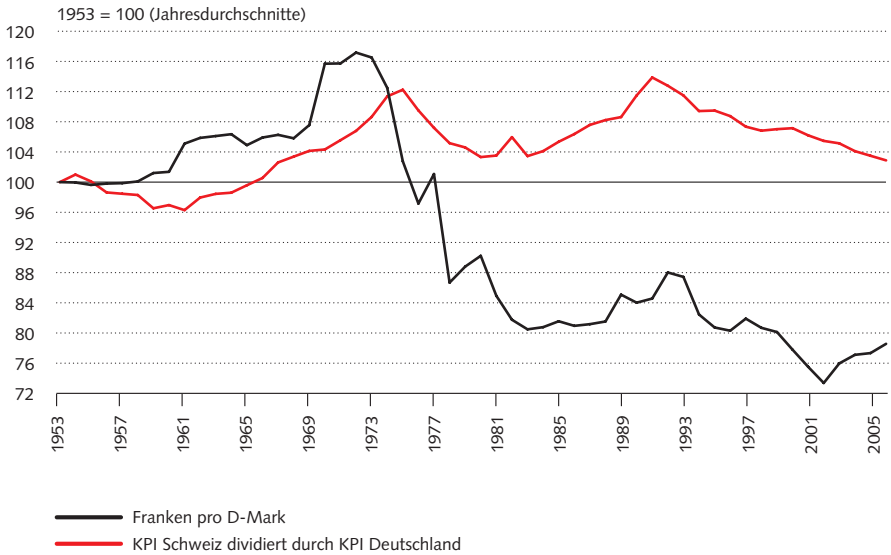
Die von der Arbeitsgruppe bzw. der Forschungsabteilung vorgeschlagenen und die vom Direktorium beschlossenen Wachstumsraten der Geldmenge sind in Tabelle 2.1 zusammen mit der tatsächlichen Entwicklung dargestellt. Zwar weichen die realisierten Wachstumsraten für M_1 von den angestrebten Werten 1975 bis 1977 nach unten oder oben ab, doch gilt das nicht für den Durchschnitt dieser Periode von 5,3% (angestrebt) bzw. 5,7% (realisiert), womit der Unterschied nur 0,4% beträgt. Viel wichtiger ist die Tatsache, dass das angestrebte Ziel einer Reduktion der Inflationsrate erreicht wurde (Grafik 2.7).

Schwierigkeiten bereitete jedoch der Anstieg des Frankenkurses. Besonders problematisch war die Aufwertung gegenüber der Deutschen Mark und den mit ihr zunächst in der Europäischen Währungsschlange und ab 1979 im EWS verbundenen Währungen, da der weitaus grösste Teil der schweizerischen Exporte in den entsprechenden Ländern abgesetzt wurde. Der Kursrückgang der Mark gegenüber dem Franken von 1973 bis 1978 war in der Tat dramatisch (Grafik 2.8). Während der Franken sogar gemessen an der Entwicklung der relativen Lebenshaltungskosten zunächst unterbewertet gewesen war, stellte sich nun eine wachsende Überbewertung ein. 1978 fiel die Mark zeitweise unter 80 Rappen.

¹⁴⁷ SNB, Rückblick Schiltknecht (1985), S. 16.

¹⁴⁸ SNB, Protokolle des Direktoriums (1977), 1. Dezember, Nr. 879/1; 15. Dezember, Nr. 916.

Grafik 2.8
Entwicklung des Wechselkurses und der Kaufkraftparität (Lebenshaltungskosten)
Schweiz – Deutschland, 1953–2006



Quelle: IWF (verschiedene Jahre) und eigene Berechnungen.

Ein solches «Überschiessen» flexibler Wechselkurse¹⁴⁹ gegenüber der Kaufkraftparität ist historisch gesehen nichts Ungewöhnliches und kann seit dem 17. Jahrhundert beobachtet werden.¹⁵⁰ Trotzdem ist überraschend, dass sich für den Franken im Gegensatz zu anderen Währungen auch langfristig, selbst bis 2006, keine Korrektur der Tendenz ergeben hat.

Die Überbewertung des Frankens kam nach Jahrzehnten fester Wechselkurse für das Direktorium überraschend. Warnungen aus der Wissenschaft vor einer solchen Entwicklung hatte es jedoch gegeben. So wurde in einem Schreiben an Präsident Leutwiler vom Oktober 1976 darauf hingewiesen, dass gemäss historischen Studien mit länger anhaltenden Schwankungen von 20% bis 30% um die Kaufkraftparität zu rechnen sei. Eine stabilitätsorientierte Geld- und Kreditpolitik eines kleinen Landes stosse bei Überbewertung auf besondere Schwierigkeiten. «Während die Inflationsrate [...] sinkt, ergibt sich ein ausserordentlich starker Druck auf die Exportindustrie und die Beschäftigung, [...]. Schliesslich ist zu erwarten, dass [...] starke politische Kräfte auf die Beseitigung der stabilen Geldpolitik drängen.» Die angestrebte Inflations-

149 Dornbusch (1976).

150 Bernholz (1982, 2005) sowie Bernholz, Gärtner und Heri (1985).

rate könne auch durch eine entsprechende Wechselkurspolitik erreicht werden, zu der Einzelheiten vorgeschlagen wurden.¹⁵¹ Dieser Vorschlag wurde im November 1976 von einer kleinen Gruppe von Professoren, die damals unregelmässig von der SNB zu informellen Gesprächen über die Geldpolitik eingeladen wurde, mit dem Präsidenten und Mitarbeitern der Nationalbank diskutiert, aber von Leutwiler abgelehnt.

Die Aufwertung des Frankens setzte sich jedoch fort. Der politische Druck auf die SNB wuchs. Leutwiler wies im Februar 1978 «darauf hin, dass sich die ungünstigen Meldungen aus der schweizerischen Wirtschaft häufen und dass die SNB immer mehr Briefe mit Klagen über die Wechselkursentwicklung erhält.» Und im September berichtete er, «dass sich in der Industrie eine beträchtliche Wut gegen die florierenden Banken aufgestaut hat. Verschiedene Firmen sähen sich wegen der Wechselkursentwicklung zur Aufgabe ganzer Produktionszweige gezwungen.»¹⁵² Im Nationalrat machte sich Unruhe bemerkbar. So kam es im September zu einer Interpellation der Sozialdemokratischen Fraktion, in der der Bundesrat gefragt wurde, «welche konkreten Beschäftigungsmassnahmen [...] er vorbereitet und ob er auch bereit ist, unsere bisherige Geld- und Währungspolitik neu zu überdenken (Beitritt zur Schlange, Bindung des Schweizer Frankens an die deutsche Mark und anderes mehr).»¹⁵³ Das Direktorium versuchte vergeblich, der Lage durch eine immer weitere Verschärfung der Devisenbann-Wirtschaft und durch diskretionäre Massnahmen Herr zu werden. Schliesslich entschlossen sich die Mitglieder der Forschungsabteilung Schiltknecht und Rich im September 1978 aus Sorge, dass der «politische Druck in Richtung einer Marktspaltung oder Devisenbewirtschaftung so gross werden könnte, dass der Nationalbank das Heft aus der Hand genommen werden könnte», dem Direktorium zu empfehlen: «Es wird bekanntgegeben, dass der DM-Kurs zwischen 84 und 100 Franken fixiert wird und dass die Nationalbank bereit sei, solange zu intervenieren, bis der DM-Kurs sich auf 84 Franken erhöht hat.»¹⁵⁴ Leutwiler liess Schiltknecht zu sich kommen und fragte, ob er auch mit der Ankündi-

151 Bernholz an Leutwiler (1976). Siehe auch Vortrag von Bernholz und Kugler in: SNB, Wechselkursentwicklung (1978). In einem von der SNB in Auftrag gegebenen Forschungsprojekt «Wechselkurse, Rezession und Exportwirtschaft» hatte das Schweizerische Institut für Aussenwirtschafts-, Struktur- und Marktforschung, St. Gallen, bereits 1975 die These vertreten, «dass die Notenbank gegen Ende 1974 der Geldmengenpolitik zu deutlich gegenüber der Wechselkurspolitik den Vorzug gegeben habe.» Siehe SNB, Protokoll des Direktoriums (1975), 18. Dezember, Nr. 1395/1.

152 SNB, Protokolle des Direktoriums (1978), 13. Februar, Nr. 142; 21. September, Nr. 630.

153 SNB, Protokoll des Direktoriums (1978), 21. September, Nr. 626.

154 SNB, Verbesserung der Wechselkurslage (1978).

gung eines Ziels von «deutlich über 80» einverstanden sei, was dieser bejahte. Von der oberen Begrenzung war nicht mehr die Rede.¹⁵⁵ Am 29. September 1978 wurde das Ziel angekündigt und wie geplant vorgegangen. Der Erfolg stellte sich in wenigen Tagen ein. Der Kurs der Mark stieg deutlich und erreichte 1980 einen Wert von über 90 Franken je 100 Mark.

Damit war die Wechselkursproblematik marktkonform gelöst, die Geldmengenpolitik jedoch vorerst gescheitert. Die Geldmengenaggregate nahmen massiv zu (Tabelle 2.1) und die Inflation stieg mit der üblichen Verzögerung von drei Jahren stark an (Grafik 2.7). Die Gründe für diese Entwicklung sind umstritten. Leutwiler betrachtete im Nachhinein den Übergang zu einem Wechselkursziel anscheinend als entscheidenden Fehler.¹⁵⁶ Nach Ansicht von Schiltknecht wurde der Anstieg der Geldmenge später nicht in dem von der Forschungsabteilung gewünschten Ausmass reduziert. «Das Direktorium hat uns gesagt, wir seien völlig weltfremd, wenn wir den Eindruck hätten, dass bei einem Wechselkurs von 82 oder 83 gegenüber der D-Mark irgendein Risiko bestehen würde, dass es Inflation gäbe.»¹⁵⁷ Kugler und Rich schliessen sich Schiltknechts Ansicht an: «The SNB should have abandoned the temporary exchange rate target in the third quarter of 1979. To preserve price stability, the SNB should have lowered M_1 substantially over the subsequent six quarters before returning to normal M_1 growth in the range of 3 to 5 percent in the middle of 1981.» Sie betonen, dass «both factors mentioned above – tardy elimination of the monetary overhang and a flawed approach to monetary targeting – accounted for the rise of inflation in 1981.»¹⁵⁸ Bei diesem Urteil gehen sie von der Frage aus, ob ein besseres Ergebnis erzielt worden wäre, wenn die Nationalbank schon damals eine Geldpolitik mit Inflationsziel und Steuerung über den Zins betrieben hätte. Sie schliessen, dass das der Fall gewesen wäre, wenn sich die SNB von 1979 an auf Inflationsvorhersagen verbunden mit einem Inflationsziel von 3% statt auf ein Geldmengenziel verlassen hätte.¹⁵⁹

Die Forschungsabteilung reagierte auf das Scheitern der Geldmengenpolitik mit dem Vorschlag einer kombinierten Wechselkurs- und Geldmengenpolitik für 1979 (Tabelle 2.1). Dabei schlug sie allerdings vor, eine einmalige zusätzliche Erhöhung von M_1 um 7% zu tolerieren, da sich die Geldnachfrage systematisch erhöht habe. Die Ursache dafür liege im Übergang zu einem

155 SNB, Rückblick Schiltknecht (1985), S.14.

156 Schiltknecht (1994), S. 65.

157 SNB, Interview Schiltknecht (2004).

158 Kugler und Rich (2002), S. 266.

159 Ebenda.

System flexibler Wechselkurse und im Rückgang der Zinssätze, der auf tiefere Inflationserwartungen zurückzuführen sei.¹⁶⁰ Bei der vorgeschlagenen Politik hätte sich in den folgenden Jahren vermutlich eine geringere Inflation ergeben, doch lehnte das Direktorium den Vorschlag als zu kompliziert ab und verzichtete für 1979 auf ein Geldmengenziel.

Für 1980 schlug die Volkswirtschaftliche Abteilung den Übergang von M_1 zu M_0 als Zielgrösse vor, da «Wechselkursserwartungen die Geldmenge direkt, also auch ohne eine Ausweitung der monetären Basis, beeinflussen können.» Weil sich die Lage am Devisenmarkt stabilisiert habe, sei «eine weitere einseitige Ausrichtung der Geldpolitik auf den Wechselkurs nicht mehr gerechtfertigt.»¹⁶¹ Bei der Festsetzung des Ziels von 4% wurde jedoch ein fragwürdiger Trick angewandt, indem als Basis die Notenbankgeldmenge der beiden mittleren Novemberwochen verwendet wurde, da sonst die durchschnittliche Notenbankgeldmenge für 1980 unter derjenigen von 1979 gelegen hätte. Das Direktorium stimmte zu. Es folgte im Grossen und Ganzen auch den Vorschlägen der Volkswirtschaftlichen Abteilung für die nächsten drei Jahre und verwendete damit als Bezugsbasis wieder Jahresdurchschnitte (Tabelle 2.1). Allerdings wurde der Vorschlag für 1981 nicht in die Tat umgesetzt (Grafik 2.6). «Mit einer restriktiven Politik wollten einzelne [Mitglieder des Direktoriums] die Inflation wieder unter Kontrolle bringen. Der Preis dieser Politik war die Rezession von 1982/83. Immerhin liess sich die Inflation wieder unter Kontrolle bringen. Die zu restriktive Politik brachte nicht unerwartet Probleme an der Wechselkursfront mit sich [...].»¹⁶² Dies führte zur Vorbereitung einer Strategie, die dem Vorschlag der Forschungsabteilung für 1979 entsprach. «Die Wechselkursstrategie kam jedoch nicht zur Anwendung, da der Devisenmarkt, im Wissen um eine solche Strategie, den Schweizerfrankenkurs nicht weiter ansteigen liess.»¹⁶³ In den 1980er Jahren behielt die SNB die Zentralbankgeldmenge als Zwischenziel bei. Nicolas Cuche zieht aufgrund einer ökonomischen Studie den Schluss: «Our results state that the period before 1980 [1978/79] was conducted following an exchange rate targeting strategy. During the eighties, bank reserves targeting was the leading strategy. We call this the golden age of monetary targeting.»¹⁶⁴

160 SNB, Geldmengenpolitik 1979 (1978). Eine ökonomische Untersuchung bestätigte, dass der Übergang zu flexiblen Wechselkursen eine Änderung der Geldnachfrage verursacht hatte: Kohli (1985).

161 SNB, Geldpolitik für 1980 (1979).

162 SNB, Rückblick Schiltknecht (1985), S.16.

163 Ebenda.

164 Cuche (2000), S.109.

2.4.3 Die Ausdehnung der Devisenbann-Wirtschaft

Die Aufwertung des Frankens vom 9. Mai 1971 hatte nicht ausgereicht, um das Überangebot an Devisen zu beseitigen. Die Nationalbank hielt daher, zusammen mit dem Bundesrat, an der Devisenbann-Wirtschaft und der Kreditkontingentierung fest. Das blieb auch so, als die Schweiz ab dem 23. Januar 1973 endgültig zu einem System flexibler Wechselkurse überging. Zwar hätte sich nun ein Gleichgewicht an den Devisenmärkten ergeben können, doch wäre dabei, wie sich herausstellte, der Franken so hoch bewertet worden, dass die Exportindustrie ihre Absatzpreise nach Auffassung der SNB und der Bundesbehörden auf ein untragbar niedriges Niveau hätte senken müssen, um noch konkurrenzfähig zu bleiben. Um dies möglichst zu vermeiden, setzte man weiterhin auf die weit gehend wirkungslosen Massnahmen der Devisenbann-Wirtschaft. So kam es bereits am 8. Oktober 1971 zu einem «Bundesbeschluss über den Schutz der Währung», der wohl eher «Bundesbeschluss zum Schutz der Exportindustrie und der Beschäftigung» hätte lauten sollen. Denn die Währung war ja keineswegs gefährdet, sondern gewann nach aussen ständig an Wert. In raschem Rhythmus folgten weitere Beschlüsse des Bundesrates, denen oft entsprechende Gentlemen's Agreements der SNB, besonders mit den Banken, vorausgegangen waren. Sie reichten vom Verbot der Anlage ausländischer Gelder in inländischen Wertpapieren und Grundstücken über ein Verzinsungsverbot für kurzfristige ausländische Frankenguthaben, die ausserdem mit einem schamhaft «Kommission» genannten Negativzins belegt wurden, bis zur Erhebung von Mindestguthaben auf ausländische Gelder bei den Banken. Da ferner die inländische Kreditgewährung durch Kontingente begrenzt war, wurde es notwendig, auch die Kreditaufnahme durch Inländer im Ausland einer Genehmigungspflicht durch die SNB zu unterwerfen. Dadurch kam es zu grösserem bürokratischem Aufwand bei Behörden, Unternehmungen und Privaten. So musste die Nationalbank in den Jahren 1973/74 716 Anträge zur Kreditaufnahme im Ausland behandeln, wovon sie 638 bewilligte (Tabelle A 2.4). Das Direktorium hatte sich also fast an jeder Sitzung mit entsprechenden Anträgen zu beschäftigen. Von 133 Anträgen zur Verwendung solcher Kredite in der Schweiz wurden nur 70 genehmigt, da die SNB eine Erhöhung der Zentralbankgeldmenge vermeiden wollte. Dabei ging es um erhebliche Beträge; 1973/74 beispielsweise beliefen sich die Anträge auf 503 Mio. Franken (Tabelle A 2.5). Zwar kam es, soweit bekannt, nicht zu willkürlichen Entscheidungen wie in den 1940er Jahren, doch flossen in die Entscheide häufig Überlegungen ein, die mit Geldpolitik nichts zu tun hatten. Beispielsweise wurden Anträge der Kernkraftwerke Kaiseraugst zur Zwischenfinanzierung ihres Bauvorhabens für das Werk Leibstadt wegen der

Bedeutung für die Energieversorgung des Landes genehmigt. Der Gulf Oil Switzerland wurde wegen der Notlage der Unternehmung sowie im angeblichen Interesse an der Benzinversorgung der Schweiz eine Verlängerung der Zahlungsfrist gegenüber ausländischen Lieferanten zugestanden. Und einem Wiedererwägungsgesuch der Tochtergesellschaft der Telesystems Holding zur Finanzierung der Erstellung einer Gemeinschaftsantenne für ein Kabelfernsehen in der Schweiz wurde ausnahmsweise nachgegeben, um eine Baueinstellung zu vermeiden.¹⁶⁵

Es ist nicht Aufgabe dieses Beitrags, alle Massnahmen der Devisenbann-Wirtschaft im Einzelnen zu verfolgen.¹⁶⁶ Es sei nur darauf hingewiesen, dass das Direktorium nach Aussage von Schiltknecht ausdrücklich darauf verzichtete, die Forschungsabteilung dazu um ihre Meinung zu befragen, da man ohnehin wisse, dass diese davon nichts halte. Allerdings betont Schiltknecht, dass solche Massnahmen vom Direktorium später auch aus taktischen Gründen ergriffen worden seien, um die Geldpolitik vor Einflüssen der Politik abzuschirmen.¹⁶⁷ Bezeichnend ist auch, dass das Direktorium 1973 angesichts des Frankenkursanstiegs Direktor Lademann beauftragte, streng vertrauliche «Überlegungen zur Einführung einer Devisenbewirtschaftung in der Schweiz» anzustellen. Zweck war die «Abwehr unerwünschter Mittelzuflüsse aus dem Ausland, d.h. eine negative Devisenbewirtschaftung. [...] Gedacht als ultima ratio, wenn alle weniger scharfen Abwehrmassnahmen [...] sich als unzureichend erwiesen haben und es gilt, das Überleben der schweizerischen Exportindustrie (einschliesslich Fremdenverkehr) sicherzustellen.»¹⁶⁸ Auch eine Spaltung des Devisenmarktes, wie sie schon im August 1971 vorbereitet worden war, wurde wieder erörtert. In seinem Gutachten wies Lademann auf verschiedene Schwierigkeiten hin, die sich angesichts des Übergangs aller wichtigen Währungen zur Konvertierbarkeit und zu flexiblen Wechselkursen gegenüber früher ergaben: «Soll die Notenbank die Devisenüberschüsse zu einem festen Kurs hereinnehmen? Soll dieser Kurs im Verhältnis zum US-Dollar festgesetzt werden? Dies würde bedeuten, dass der Schweizer Franken [...] die Kursschwankungen des Dollars im Verhältnis zu den anderen Währungen mitmachen würde.»¹⁶⁹

Vermutlich aufgrund solcher Probleme verzichtete das Direktorium auf

165 SNB, Protokolle des Direktoriums (1974), 30. Mai, Nr. 476; 18. Juli, Nr. 660; 25. Juli, Nr. 675; (1973), 22. März, Nr. 196; 5. April, Nr. 243; 23. August, Nr. 563.

166 Siehe dazu SNB (1982), S. 136–146 sowie S. 232 ff., wo diese Massnahmen bereits kritisch gewürdigt wurden.

167 SNB, Interview Schiltknecht (2004).

168 SNB, Devisenbewirtschaftung (1974), S. 6 f.

169 Ebenda.

eine «negative» Devisenbewirtschaftung, die alle Käufe von Franken einer Bewilligungspflicht durch die Behörden unterstellt hätte, sondern bevorzugte eine weitere Verschärfung der Devisenbann-Wirtschaft mit Hilfe von Gentlemen's Agreements und Verordnungen des Bundes. Diese Massnahmen wurden je nach Wechselkursituation zeitweise gelockert.

Die Devisenbann-Wirtschaft erreichte ihren Höhepunkt angesichts der wachsenden Überbewertung des Frankens im Jahre 1978 (Grafik 2.8), bevor das Direktorium sich zum Übergang vom Geldmengen- zu einem Wechselkursziel entschloss. Im Februar und März 1978 wurden Diskont- und Lombardsatz auf ihren historischen Tiefpunkt gesenkt. Die Kommission (Negativzins) von inzwischen 10% pro Quartal wurde unabhängig vom Stichtag der Entstehung auf alle ausländischen Frankenguthaben bei Banken ausgedehnt, die mehr als 5 Mio. Franken betragen und auch auf jene von ausländischen Zentralbanken erstreckt. Das Volumen der Terminkontrakte von Ausländern auf Franken mit einer Laufzeit von bis zu 10 Tagen durfte höchstens noch 10%, die von 11 oder mehr Tagen 40% des Standes vom 31. Oktober 1974 erreichen. Der Erwerb inländischer Wertpapiere durch Ausländer wurde untersagt. Die Einfuhr ausländischer Banknoten im Betrag von mehr als 20 000 Franken innerhalb von drei Monaten wurde verboten, um eine Umgehung der Negativzinsen zu vermeiden. Die Banken hatten ihre Verbindlichkeiten in Fremdwährung durch entsprechende Forderungen in gleicher Höhe zu decken. Selbst die Einführung einer Steuer auf den Umsätzen am Devisenmarkt (so genannte Tobin-Steuer) wurde vom Direktorium erwogen.¹⁷⁰ Die SNB war bei all diesen Massnahmen die treibende Kraft und bereitete sogar die Formulierung der entsprechenden Verordnungen des Bundesrats vor.¹⁷¹ Auch diese Entwicklungen zeigen die Richtigkeit der bereits erwähnten Analyse von Ludwig von Mises, dass staatliche Interventionen an den Märkten notwendigerweise immer weitere Eingriffe nach sich ziehen.

Obwohl diese Massnahmen die Überbewertung des Frankens nicht verhindern konnten, wurden sie bis zur Festsetzung des Wechselkursziels von mindestens 80 Rappen je Mark beibehalten bzw. verschärft. Ja, gleichzeitig mit diesem Beschluss wurde sogar noch eine Vereinbarung mit den Grossunternehmen der Industrie angestrebt, wonach diese die Hälfte ihrer liquiden Mittel hätten im Ausland anlegen sollen.¹⁷² Erst nach dem Erfolg der Wechselkurspolitik überzeugte sich das Direktorium offenbar von der Wirkungs-

170 SNB, Protokolle des Direktoriums (1975), 25. Juni, Nr. 721; (1978), 23. Februar, Nr. 141 und Nr. 142; 2. März, Nr. 164.

171 SNB, Protokoll des Direktoriums (1978), 23. Februar, Nr. 142.

172 SNB, Protokoll des Direktoriums (1978), 29. September, Nr. 636.

losigkeit der Devisenbann-Wirtschaft. Ab 1979 wurden die entsprechenden Bestimmungen sukzessive aufgehoben.

Neben der Devisenbann-Wirtschaft griffen Bundesrat und Direktorium zu diskretionären Massnahmen, um benachteiligte Wirtschaftszweige zu stützen. So gestand der Bundesrat im Rahmen der Kreditkontingentierung vom 12. März 1973 dem subventionierten Wohnungsbau ein Härtekontingent von 200 Mio. Franken zu. Am 8. Januar 1973 wurden Kredite für «nichtluxuriösen» Wohnungsbau und für Infrastrukturbauten von der Kreditbegrenzung ausgenommen. Das Direktorium kam 1975 zu der für eine Zentralbank überraschenden Auffassung, dass eine Gleichbehandlung verschiedener Wirtschaftszweige wegen ihrer unterschiedlichen Lage nicht mehr angemessen sei. «Unter diesen Umständen erscheint es angezeigt, den Akzent von globalen Massnahmen auf gezielte Massnahmen [...] zu verlegen. Dabei ist davon auszugehen, dass die Initiative von der SNB ausgehen muss.»¹⁷³ Das Direktorium machte daher nicht nur Rediskontzusagen für Wechsel dieser Industrien, sondern schloss auch Vereinbarungen mit deren Interessenvertretungen ab, die den angeschlossenen Unternehmen den Abschluss von vergünstigten Devisen-Termingeschäften in Dollar und Mark ermöglichten. Der Gewinn, welcher der SNB deshalb entging, bzw. die entsprechende Subvention belief sich schon bis zum 23. September 1975 auf rund 356 000 Franken. Entsprechende Vereinbarungen wurden später auch mit anderen Industrien abgeschlossen.¹⁷⁴ Im März 1978 wurde der Holzwirtschaft eine Subventionierung von Termingeschäften bis zu 100 Mio. Franken auf Antrag des Berufsholzhändler-Verbandes zugesagt. Schliesslich wurde im September 1978 eine Ausweitung der vergünstigten Terminkontrakte auf die ganze Industrie und die Hotellerie sowie eine Ergänzung der Terminkontrakte durch Optionskontrakte mit der SNB beschlossen.¹⁷⁵ All diese Massnahmen erwiesen sich nach dem Übergang zum Wechselkursziel am 29. September 1978 als überflüssig.

2.4.4 Die Beteiligung der Schweiz an internationalen Währungsmassnahmen

Auch nach dem Scheitern des Systems von Bretton Woods blieb die internationale Zusammenarbeit in der Währungspolitik bedeutsam. Für die Schweiz trat nun aber an die Stelle des Interesses, das System zu bewahren und mittels Kapitalabflüssen eine übermässige Zunahme der Zentralbank-

173 SNB, Protokoll des Direktoriums (1975), 6. März, Nr. 284.

174 SNB, Protokolle des Direktoriums (1975), 6. März, Nr. 284; 1. Mai, Nr. 489; 25. Juni, Nr. 721; 24. Juli, Nr. 830; (1976), 26. Februar, Nr. 197; 4. März, Nr. 226; 25. März, Nr. 312; 20. Oktober, Nr. 923; 1. Dezember, Nr. 1055.

175 SNB, Protokoll des Direktoriums (1978), 29. September, Nr. 636.

geldmenge zu verhindern, die Sorge um die Wechselkursentwicklung und die Absicht, bei der Vermeidung internationaler Währungs- und Finanzkrisen mitzuwirken. Da die Schweiz bei solchen Krisen ein bevorzugtes Ziel des Fluchtkapitals war, mussten Krisen bei flexiblen Wechselkursen jeweils zu einer verstärkten Überbewertung des Frankens führen.

Bei der Währungs Kooperation spielten in den 1970er Jahren zunächst die Massnahmen zur Stützung der italienischen Lira und des britischen Pfunds eine überragende Rolle. Die Pfundschwäche war auch eine Folge des bereits erwähnten Verlustes seiner Stellung als Reservewährung. Die internationale Unterstützung sollte diesen Prozess in geordnete Bahnen lenken.¹⁷⁶

Dazu kam die Hilfe an Länder, die durch die zweimalige drastische Erhöhung der Erdölpreise eine massive Verschlechterung ihrer Zahlungsbilanz erfuhr. All diese Eingriffe zeigen, wie sich die internationale Währungshilfe von IWF, BIZ und G10 weg von den entwickelten Staaten und hin zu den Entwicklungsländern verlagerte. Diese Verschiebung kennzeichnete die folgenden Jahrzehnte, und die neuen Stützungsmassnahmen erlebten ihren ersten Höhepunkt 1982/83 in den Finanzkrisen, die durch die Verschuldung von Entwicklungs- und Schwellenländern, besonders Mexikos, ausgelöst wurde.

Die Nationalbank war praktisch an all diesen Massnahmen stark beteiligt, wobei der Bund die längerfristigeren Kredite weitgehend gegen einen Ausfall garantierte. Aus Tabelle 2.2 geht das erhebliche Ausmass der Kreditzusagen der SNB hervor. Der Gesamtbetrag der offenen Zusagen und der ausstehenden Guthaben belief sich am 30. April 1981 auf rund 14,7 Mrd. Franken.

Angesichts dieser Entwicklung stellte sich wiederholt die Frage, ob das hohe Engagement der SNB gerechtfertigt sei. So zum Beispiel 1977, als es um die Beteiligung der Schweiz an einer neuen Kredit-Fazilität des IWF ging. Mit ihr sollte Ländern geholfen werden, die in ernsthafte Zahlungsbilanzschwierigkeiten geraten waren, weil die Beschlüsse der Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) eine starke Erdölpreishausse provoziert hatten. Bei den Verhandlungen über die neue Fazilität wurde die Schweiz unter starkem Druck gesetzt, einen Beitrag von 650 Mio. SZR (ein SZR entsprach damals 1.1 Dollar) zu leisten. Leutwiler berichtete seinen Kollegen im Direktorium, dass dieser Betrag zu hoch gewesen sei, er jedoch auf dringende Bitte des amerikanischen Finanzministers Michael Blumenthal schliesslich eingewilligt habe. Immerhin bedeute dies einen Prestigegewinn für die Schweiz. Leutwilers Antrag wurde anschliessend im Direktorium anstandslos gutgeheissen.¹⁷⁷

176 SNB, Protokoll des Direktoriums (1976), 30. Dezember, Nr. 1145.

177 SNB, Protokoll des Direktoriums (1977), 11. August, Nr. 579.

Tabelle 2.2

Mitwirkung der SNB an internationalen Kreditzusagen und deren Beanspruchung – Stand vom 30. April 1981

	offene Zusagen	ausstehende Guthaben	Total
Swap Fed New York	4000 Mio. Dollar	–	4000 Mio. Dollar
Swap BIZ	600 Mio. Dollar	–	600 Mio. Dollar
Swap Bank of Japan	200 Mrd. Yen	–	200 Mrd. Yen
AKV	865 Mio. Franken	–	865 Mio. Franken
Öl-Fazilität des IWF	–	104,4 Mio. SZR	104,4 Mio. SZR
Witteveen-Fazilität (IWF)	473,6 Mio. SZR	176,4 Mio. SZR	650 Mio. SZR
Portugal	–	30 Mio. Dollar	30 Mio. Dollar
Türkei	–	45,5 Mio. Dollar	45,5 Mio. Dollar
Osteuropäische Notenbanken	–	270 Mio. Dollar	270 Mio. Dollar
Total ¹	13 183 Mio. Franken	1377 Mio. Franken	14 726 Mio. Franken

1 1 SZR = 2.42 Franken, 1 Dollar = 2.02 Franken, 100 Yen = 0.94 Franken.

Quelle: SNB, Mitwirkung (1981).

Einige Beunruhigung rief im Direktorium dagegen ein Besuch des Chefs des Wirtschafts- und Währungsdienstes des EFD, Daniel Kaeser, hervor. Kaeser äusserte seine Besorgnis über die wachsende Rolle der Nationalbank bei der internationalen Währungszusammenarbeit und erkundigte sich, ob die SNB damit nicht die ihr gesetzlich gesetzten Grenzen überschreite, da sich die Kredite nun schon auf 3 Mrd. Franken beliefen. Es sei entweder ein Bundesbeschluss oder eine Überarbeitung des Entwurfs für die Revision des Nationalbankgesetzes erforderlich. Leutwiler zeigte sich angesichts dieser Intervention erstaunt, da der Chef des EFD sich bis zu diesem Zeitpunkt nie kritisch geäussert habe. Und der Rechtskonsulent der SNB vertrat die Position, dass das bisherige Vorgehen rechtlich zulässig gewesen, man aber bis an die mögliche Grenze gegangen sei.¹⁷⁸

Ein weiteres Problem ergab sich wegen des wachsenden Verlustes auf den Devisenreserven: Sie lauteten fast ausschliesslich auf Dollar, und dieser verlor ständig an Wert. So waren am 16. Juni 1977 von einem Dollarbestand der SNB von 4,3 Mrd. Franken 3,6 Mrd. Franken nicht kursgesichert.¹⁷⁹ Aber selbst mit der Kurssicherung wurde wegen eines Zusatzabkommens zur Ver-

¹⁷⁸ SNB, Protokoll des Direktoriums (1977), 11. August, Nr. 579.

¹⁷⁹ SNB, Protokoll des Direktoriums (1977), 16. Juni, Nr. 440.

einbarung von 1962, zu dem sich Fritz Leutwiler bereits Anfang 1975 nach Verhandlungen mit Charles Coombs von der Federal Reserve Bank of New York bereit gefunden hatte, kein voller Schutz vor Währungsverlusten erreicht. Das Abkommen sah nämlich vor, die Kursgewinne und -verluste, die sich für die Amerikaner bei der Beschaffung von Franken zur Abwicklung der Swapgeschäfte ergaben, zwischen SNB und Federal Reserve Bank of New York im Verhältnis von 50 zu 50 aufzuteilen.¹⁸⁰ Diese Regelung wurde auch auf die auf Franken lautenden Roosa-Bonds ausgedehnt. Da die Kursverluste damals jedoch einseitig den Dollar betrafen, waren die entsprechenden Kursversicherungen der SNB nur zur Hälfte wirksam.

2.5 Fazit

Zusammenfassend lässt sich die Politik der Nationalbank in den Jahren 1945 bis 1982 wie folgt charakterisieren: Bis zum Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods war das übergeordnete Ziel der SNB die Beibehaltung eines Systems fester Wechselkurse auf der Basis der Goldwährung. Gleichzeitig strebte die Bank eine möglichst niedrige Inflation und die Aufrechterhaltung der Konkurrenzfähigkeit der schweizerischen Exportindustrie an. Dies führte notwendigerweise zu Widersprüchen. Denn der aus den Goldparitäten abgeleitete tiefe Wechselkurs des Frankens führte bis zum Übergang zu flexiblen Wechselkursen 1973 zu einem fortwährenden Überschuss der Zahlungsbilanz, wodurch das Ziel der Preisstabilität gefährdet wurde. Diesem Konflikt versuchten SNB und Bund zunächst durch eine Spaltung des Devisenmarktes für den Dollar, durch eine ausgeprägte Devisenbann-Wirtschaft und durch Exportkontingentierungen entgegenzutreten. Nach der Abwertung des Pfundes und anderer Währungen 1949 konnte die Marktsplaltung für den Dollar beseitigt werden, und mit dem Beitritt der Schweiz zur EZU gelang der Schweiz der Ausbruch aus der Isolation und dem Bilateralismus der Nachkriegszeit. Ende 1958 kam es schliesslich zu einem multilateralen System mit freier Konvertierbarkeit der wichtigsten Währungen für Ausländer im Rahmen des Systems von Bretton Woods.

Obwohl die Schweiz bis 1992 kein Mitglied des IWF war, beteiligten sich Nationalbank und Bund, angeregt durch Vorschläge der BIZ und geleitet von den kreativen Ideen Max Iklés, an marktconformen internationalen Kreditoperationen. Dadurch wurde das Ausmass des Umtausches von Dollar in Gold beim amerikanischen Schatzamt reduziert und das Wachstum der schweizerischen Geldmenge gebremst. Gleichzeitig trugen die Währungskre-

¹⁸⁰ SNB, Protokoll des Direktoriums (1975), 3. Januar, Nr. 7.

dite zur Bewahrung des Systems von Bretton Woods bei und ermöglichten die Zusammenarbeit der SNB mit der G10. Damit wurde eine wichtige Alternative zur weiter bestehenden Devisenbann-Wirtschaft entwickelt, die später allerdings mit Verlusten auf den nicht in Gold umgetauschten Dollarreserven bezahlt werden musste. Das Währungsrisiko auf den Dollarbeständen war auch dem Direktorium bekannt, wie aus einer Äusserung Präsident Leutwilers hervorgeht.¹⁸¹ Einen weiteren marktkonformen Schritt stellte die Aufwertung des Frankens im Mai 1971 dar, die allerdings, wie üblich unter solchen Bedingungen, zu gering ausfiel und zu spät kam.

Trotz des Übergangs zu flexiblen Wechselkursen wurde die Devisenbann-Wirtschaft wegen des steigenden Frankenkurses lange Zeit fortgesetzt. Gleichzeitig wurde jedoch ab 1974 ein Konzept zur Geldmengensteuerung entwickelt. Dieses wurde zum Hauptpfeiler der Geldpolitik, da sich 1975 ein Beitritt zur Europäischen Währungsschlange als unmöglich erwies. Schon bald zeigte sich allerdings der Konflikt zwischen einer an Preisstabilität orientierten Geldmengenpolitik und dem Versuch, eine Überbewertung des Frankens zu verhindern. Dieser Konflikt ist für ein stabilitätsorientiertes kleines Land typisch. Er führte, nachdem sich die Devisenbann-Wirtschaft als wirkungslos erwiesen hatte, 1978 zu einem vorübergehenden, aber erfolgreichen Wechsel von einem Geldmengen- zu einem Wechselkursziel. Danach wurde die Devisenbann-Wirtschaft zügig beseitigt. Der Zielkonflikt besteht nach wie vor, ist jedoch wegen der neuen Geldpolitik mit Inflationsprognose und Zinssteuerung sowie der Einführung des Euro weniger augenfällig geworden (Grafik 2.8).

Während des ganzen betrachteten Zeitraums war die Nationalbank eifersüchtig auf die Wahrung ihrer Unabhängigkeit bedacht. Zwar spielte diese zur Zeit fester Wechselkurse eine untergeordnete Rolle, da die Inflation im Wesentlichen durch die Politik des Reservewährungslandes, der Vereinigten Staaten, bestimmt wurde. Mit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen wurde die Unabhängigkeit jedoch bedeutsam, da nun der SNB die volle Kontrolle über die Geldpolitik zufiel. Die faktische Unabhängigkeit wird seither nicht nur durch die historischen Dokumente und die im internationalen Vergleich niedrige Inflation (Grafik 2.1), sondern auch durch ökonomische Untersuchungen aus Sicht der Neuen Politischen Ökonomie belegt.¹⁸² Gemessen an den im Vergleich zu anderen Ländern tieferen Teuerungsraten darf die Politik der SNB trotz aller erwähnten Mängel als eine beachtliche Erfolgsgeschichte bezeichnet werden.

181 SNB, Protokoll des Direktoriums (1973), 6. Dezember, Nr. 872.

182 Jeitziner (1999).

2.6 Tabellenanhang

Tabelle A 2.1

Anträge auf Wechsel zum offiziellen Dollarkurs bzw. zum Finanzdollar-Kurs 1946/47

Anzahl der Anträge	Abgelehnt	teilgenehmigt	genehmigt	Total
Anträge auf Verkauf von Dollar herrührend aus Kapitaltransfers				
Banken	10	5	6	21
Bund, Kantone, Gemeinden	3	–	4	7
Industrielle Unternehmen	3	3	4	10
Ausländische Industrie	2	2	2	6
Tourismus	5	–	2	7
Inländische Private	9	5	8	22
Ausländische Private	4	1	3	8
Internationale Organisationen	–	2	7	9
Amerikanische Ämter	5	1	5	11
Sonstige	22	17	26	65
Insgesamt	63	36	67	166
Anträge auf Verkauf von Dollar herrührend aus zusätzlichen Warenverkäufen				
Insgesamt	28	11	12	51
Anträge auf Kauf von Dollar am Finanzdollar-Markt				
Industrielle Unternehmen	3	1	–	4
Sonstige	2	2	–	4
Insgesamt	5	3	–	8
Total	96	50	79	225

Quelle: SNB, Protokolle des Direktoriums (1946, 1947).

Tabelle A 2.2

Wert der genehmigten Anträge für die Gesuchsteller 1946/47

Geschäfte	Betrag in 1000 Dollar	Anzahl Gesuche
Zur Übernahme angebotene Dollar ¹	35 889	138
Von der SNB übernommene Dollar ¹	19 149	91
Gewinne für die Gesuchsteller resultierend aus bewilligten Anträgen ¹	Gewinn in 1000 Franken	Anzahl Gesuche
Aus Dollarübernahmen durch die SNB ^{2,3,4}	8 383	91
davon Dollar herrührend aus Kapitaltransfers	7 643	84
Aus bewilligten Dollarkäufen am Finanzdollar-Markt	30	1
Total	8 413	92

- 1 Es konnten nur Anträge berücksichtigt werden, bei denen ein spezifischer Betrag zur Übernahme durch die SNB vorlag. Zusätzliche Dollarübernahmen aus dem Touristenverkehr sowie gewisse Warenkontingente wurden nicht berücksichtigt.
- 2 Gewinn gegenüber einer Konversion der Dollar am Finanzdollar-Markt. Für die Dollarübernahme durch die SNB wurden folgende Kurse unterstellt (Franken pro Dollar): 1946: 4.28; 1947 1. Quartal: 4.25, 2. bis 4. Quartal: 4.24. Für die Finanzdollar-Kurse sind für 1946 nur Stichtagswerte, für 1947 Monatsmittelkurse vorhanden.
- 3 Bei einer Konversion von Dollar zum Kurs für Banknoten würde ein Gewinn von rund 9,5 Mio. Franken resultieren.
- 4 Bei Dollarübernahmen in Form von monatlichen Raten wird der Mittelkurs der verbleibenden Monate bis Ende 1947 auf den gesamten in dieser Zeit übernommenen Dollarbetrag angewandt.

Quelle: SNB, Protokolle des Direktoriums (1946, 1947) sowie Käch (1954).

Tabelle A 2.3.1

Anzahl der Goldeinfuhr- und -ausfuhrgesuche 1948

Gesuche	abgelehnt		genehmigt mit Bedingungen ¹		genehmigt		kein Entscheid		Total	
	Anzahl Gesuche	kg Fein- gold	Anzahl Gesuche	kg Fein- gold	Anzahl Gesuche	kg Fein- gold	Anzahl Gesuche	Anzahl Gesuche	kg Fein- gold	
Gold- einfuhr	15	815– 816	107	3 667– 3 875	27	16 251	–	149	20 733– 20 942	
Gold- ausfuhr	18	218– 219	8	168	288	8 422– 8 513	5	319	8 808– 8 900	
Total	33		115		315		5	468		

Für Anmerkungen und Quellen siehe Tabelle A 2.3.2

Tabelle A 2.3.2
Wert der Goldausfuhrgesuche 1948²

in 1000 Franken

Goldausfuhr- gesuche	abgelehnt		genehmigt mit Bedingungen ¹		genehmigt	
	Höchstpreis ³	Marktwert ⁴	Höchstpreis	Marktwert	Höchstpreis	Marktwert
Münzen ⁵	650–655	994–997	133	203	4758–5516	7164–8279
Goldbarren	74	95	712	916	36764	47342
Feingold	393	506	–	–	413	532
Sonstiges ⁶	–	–	–	–	89	115
Total	1 122	1 598	844	1 120	42 783	56 268

- 1 Genehmigungen wurden z.T. davon abhängig gemacht, dass das Bestimmungsland angegeben, das Gold nach Spanien und nicht nach Tanger ausgeführt wurde, die Einfuhrbewilligung des Bestimmungslandes vorlag u. Ä. m.
- 2 Insgesamt wurden 468 Ein- und Ausfuhrgesuche gestellt (ohne die mehrfach vorgelegten Gesuche). Nicht in die Berechnung einbezogen wurde ein Gesuch, das nicht zugeordnet werden konnte, da es um eine Zession von bereits eingeführtem Gold ging, siehe: SNB, Protokoll des Direktoriums (1948), 8. Januar, Nr. 3/5 (37,5 Kilogramm Barrengold). In die Schätzung der Ausfuhrgesuche nicht einbezogen wurden zwei billigte Gesuche, da vom selben Gesuchsteller die gleichen Beträge gleichzeitig ein- und ausgeführt wurden, siehe: SNB, Protokoll des Direktoriums (1948), 12. Februar, Nr. 191 (Einfuhrgesuch Nr. 17 bzw. Ausfuhrgesuch Nr. 62: 7000 Kilogramm Feingold zur Umschmelzung) und SNB, Protokoll des Direktoriums (1948), 25. November Nr. 1400 (Gesuche Nr. 179 bzw. Nr. 686: 413 Goldstücke und 289 grosse Goldplatten). Auch nicht berücksichtigt wurden diverse Goldmünzen, für die keine näheren Angaben vorlagen.
- 3 Siehe Verfügung Goldhandel (1943).
- 4 Als Grundlage für die Schätzung dienten die Angaben über die Goldkurse am 31. Dezember 1948 in Paris, siehe: Bewirtschaftung und Bewertung Gold (1949). Bei Münzen, für die keine Angaben vorlagen, wurde ein mittlerer Marktwert von 7.12 Franken pro Gramm Münze unterstellt.
- 5 Für Dollar- sowie Pfundangaben u. Ä. bestand z.T. Unsicherheit darüber, ob es sich dabei um Münzen mit dem Goldgehalt der Prägungen aus der Zeit vor der Abwertung (1933) handelte (so angenommen bei der Umrechnung in Kilogramm Feingold) oder um eine Menge von Gold (Annahme: Barrengold) im Wert eines bestimmten Dollarbetrags. Für diese Variante wird vom Paritätswert des Dollars nach der Abwertung ausgegangen und der Wert anschliessend in Kilogramm Feingold umgerechnet. Von diesem Wert wird auch für den Höchstpreis und die Schätzung des Marktwertes ausgegangen.
- 6 Darunter fallen Münzen in Kilogramm, Walzgold, Dentalgold, Goldplatten usw.

Quelle: SNB, Protokolle des Direktoriums (1948). Für die Grundlagen der vorliegenden Schätzungen sei auf das Archiv der SNB verwiesen.

Tabelle A 2.4

Anzahl der Anträge zur Kreditaufnahme im Ausland 1973/74

Anzahl Kreditgesuche	für Schweizer Franken	für fremde Währungen	Total
Bewilligte Gesuche	129	509	638
davon mit Verwendung der Gelder in der Schweiz ¹	123	10	133
Abgelehnte Gesuche	69	9	78
davon mit Verwendung der Gelder in der Schweiz ¹	56	7	63
Insgesamt	198	518	716
davon mit Verwendung der Gelder in der Schweiz ¹	179	17	196

1 Inkl. Kreditgesuche, welche eine Verwendung der Gelder sowohl in der Schweiz als auch im Ausland angeben.

Quelle: SNB, Protokolle des Direktoriums (1973, 1974).

Tabelle A 2.5

Wert der Kreditaufnahmen im Ausland zur Verwendung der Gelder in der Schweiz 1973/74¹

Kreditgesuche	für Schweizer Franken		für fremde Währungen ²	
	in Mio. Franken	Anzahl	in Mio. Franken	Anzahl
Bewilligte Gesuche	399,57	78	1,56	5
Abgelehnte Gesuche	103,54	41	11,94	5
Insgesamt	503,11	119	13,49	10

1 Es wurden nur Anträge berücksichtigt, die einen bestimmten Betrag für die Verwendung der Gelder in der Schweiz angeben und welche eine wirkliche Neuaufnahme von Geldern betreffen (d. h. exkl. Verlängerung von Krediten und exkl. Kredite, welche zur Rückzahlung anderer Kredite dienen, sowie exkl. Gesuche bezüglich Änderung bzw. Festlegung von Zahlungsfristen und exkl. Gesuche zur Entgegennahme von Einmalprämien). Anträge bezüglich Entgegennahmen von Vorauszahlungen sind in der Aufstellung inbegriffen.

2 Der Betrag in Franken wurde über den Mittelkurs des Monats der Gesuchsbeurteilung berechnet. Es handelt sich bei den fünf bewilligten Anträgen um drei Gesuche betreffend Deutsche Mark und zwei betreffend Dollar.

Quelle: SNB, Protokolle des Direktoriums (1973, 1974).

Quellen

- Basler Kantonalbank (1923–1950), Devisenblätter, Economic Information Center UBS, Zürich.
- Bericht Bretton Woods (1944), B [Walter Bosshard], Bericht über die Finanz- und Währungskonferenz von Bretton Woods, N. H., 1.–23. Juli 1944, Vertraulich und nicht zur Veröffentlichung bestimmt, New York, 3. Aug. 1944, in: Schweizerische Gesandtschaft in den USA an das EPD, Washington, 7.8.1944, BAR E 2001 (D) -/e, Bd. 499.
- Bernholz an Leutwiler (1976), Brief von P. Bernholz an F. Leutwiler, 18. Oktober, SNBA.
- Bewirtschaftung und Bewertung Gold (1949), Bewirtschaftung und steuerliche Bewertung von Goldmünzen und -barren, Wirtschaftsdienst der Eidg. Steuerverwaltung (Hrsg.), Steuer und Wirtschaft, Mitteilungen für Steuerbehörden, Nr. 15, 12. März, SNBA.
- BIZ an Coombs (1963), Letter from F. G. Conolly to C. Coombs, 13 March, BISA, File 7.18.23, Box/Folder GILB 9.
- BIZ an Iklé (1968), Brief von H. H. Mandel an M. Iklé, anlässlich von dessen Ausscheiden aus der SNB, 29. März, BISA, File 2/14, Box/Folder Vol. 7.
- BIZ, Möglichkeit eines Dollar/Gold-Swaps (1955), Possible \$/gold swap with Swiss National Bank, Aide memoire from D. H. Macdonald to M. M. van Zeeland, 21 October, BISA, Nr. 2/14, Box 5.
- BIZ, Verwendung unserer Goldbestände (1955a), Swiss National Bank, Employment of our gold deposits, Aide memoire from D. H. Macdonald to M. M. van Zeeland, 24 October, BISA, Nr. 2/14, Box 5.
- BIZ, Verwendung unserer Goldbestände (1955b), Swiss National Bank, Employment of our gold deposits, Aide memoire from H. H. Mandel to M. M. van Zeeland, 25 October, BISA, Nr. 2/14, Box 5.
- BIZ, Verwendung unserer Goldbestände (1955c), Swiss National Bank, Employment of our gold deposits, Aide memoire from D. H. Macdonald to M. M. van Zeeland, 26 October, BISA, Nr. 2/14, Box 5.
- BoE an Iklé (1961), Letter from R. Bridge to M. Iklé, 30 March, BEA, C43/368.
- Lademann an Bernholz (2005), Brief von J. Lademann an P. Bernholz, 6. Februar, SNBA.
- Memorandum (1950) der Eidg. Finanzverwaltung zum Beitritt der Schweiz zur Europäischen Zahlungsunion, 26. Juli, SNBA.
- Pressemitteilung Währungslage (1973), Pressemitteilung von Bundesrat und Direktorium der Nationalbank betreffend Währungslage, 19. Februar, SNBA.
- SNB an Coombs (1961), Letter from M. Iklé to C. Coombs, 18 February, (deutsche Version vom 13. Februar), SNBA.
- SNB an Rockefeller (1962), Letter from M. Iklé to D. Rockefeller, 3 August, SNBA.
- SNB, Arbitrage (1952), Arbitrage im Rahmen der EZU, Notiz vom 17. Dezember, SNBA.
- SNB, Beitritt Bretton-Woods-Institutionen (1969), Zur Frage eines Beitritts der Schweiz zu den Instituten von Bretton Woods, Gutachten von J. Lademann für das Direktorium der SNB, 21. April, SNBA.
- SNB, Devisenbewirtschaftung (1974), Überlegungen zur Einführung einer Devisenbewirtschaftung in der Schweiz, Gutachten von J. Lademann für das Direktorium der SNB, SNBA.
- SNB, Erinnerungen Iklé (o. J.), Max Iklé, Erinnerungen, Zweiter Teil: Aus dem Berufsleben, Manuskript, SNBA.
- SNB, Finanzdollar-Kurse (verschiedene Jahre), Karteikartensammlung, SNBA.

SNB, Frage der Paritätsänderung (1969), Notiz für Herrn Generaldirektor Dr. F. Leutwiler, 20. November, SNBA.

SNB, Freigabe Wechselkurs (1973), Gutachten des Rechtsbüros über die Befugnis der Nationalbank zur Freigabe des Dollarkurses, 14. Februar, SNBA.

SNB, Geldmengenpolitik 1979 (1978), Vorschläge der Forschungsabteilung für die Geldmengenpolitik im Jahre 1979, 29. November, SNBA.

SNB, Geldpolitik für 1980 (1979), Erste Überlegungen zur Geldpolitik für das Jahr 1980, 13. November, SNBA.

SNB, *Geschäftsbericht* (verschiedene Jahre), Bibliothek SNB Zürich.

SNB, Interview Lademann (2005a), Interview des Verfassers mit John Lademann, ehemals Stellvertreter des Vorstehers des I. Departements, 16. Februar, SNBA.

SNB, Interview Lademann (2005b), Interview des Verfassers mit John Lademann, ehemals Stellvertreter des Vorstehers des I. Departements, 2. März, SNBA.

SNB, Interview Schiltknecht (2004), Interview des Verfassers mit Kurt Schiltknecht, ehemals Stellvertreter des Vorstehers des I. Departements, 17. September, SNBA.

SNB, Interview Schleiminger (2004), Interview des Verfassers mit Günther Schleiminger, ehemals stellvertretendem deutschem Direktor bei der EZU, 29. November, SNBA.

SNB, Interview Stahel (2005), Interview des Verfassers mit Hans Stahel, ehemals Leiter der Abteilung Devisen- und Geldmarktgeschäft der SNB, 22. September, SNBA.

SNB, Mitwirkung (1981), Mitwirkung der Nationalbank an internationalen Währungsmassnahmen seit 1970, Notiz vom 7. Mai, SNBA.

SNB, *Monatsbericht* (verschiedene Jahre), Bibliothek SNB Zürich.

SNB, Notiz (1954), Notiz über die Besprechung vom 9. Juli 1954 mit dem Chef des Eidg. Finanzdepartements [undatiert], SNBA.

SNB, Protokoll des Bankausschusses (verschiedene Jahre), SNBA.

SNB, Protokoll des Bankrates (verschiedene Jahre), bis April 1979: deutsche Version, SNBA.

SNB, Protokoll des Direktoriums (verschiedene Jahre), SNBA.

SNB, Rückblick Schiltknecht (1985), K. Schiltknecht, Rückblick auf meine Tätigkeit bei der Nationalbank, 7. Februar, SNBA.

SNB, *Statistisches Monatsheft* (verschiedene Jahre), Bibliothek SNB Zürich.

SNB, Überlegungen zur Kreditbegrenzung (1974), Einige Überlegungen zur Kreditbegrenzung im Jahre 1974/75, Notiz für Herrn Präsident Dr. F. Leutwiler, 7. Mai, SNBA.

SNB, Verbesserung der Wechselkurslage (1978), Vorschlag vom 27. September, SNBA.

SNB, Vorschläge zur Geldmengenpolitik (verschiedene Jahre), SNBA.

SNB, Wechselkursentwicklung (1978), Notiz über die Montagskonferenz der Volkswirtschaftlichen Abteilung vom 24. Februar zum Referat von P. Bernholz und P. Kugler über «Die Wechselkursentwicklung von DM und Schweizer Franken», SNBA.

Verfügung Goldhandel (1943), Verfügung des Eidg. Finanz- und Zolldepartements über die Überwachung des Handels mit Gold sowie der Ein- und Ausfuhr von Gold, 15. April, AS 1943 329.

Literatur

- Bär, H. J. (2004), *Seid umschlungen, Millionen: Ein Leben zwischen Pearl Harbor und Ground Zero*, Zürich: Orell Füssli.
- Bernholz, P. (1982), Flexible Exchange Rates in Historical Perspective. *Princeton Studies in International Finance*, 49, Princeton NJ: Princeton University.
- Bernholz, P. (2005), Die Bedeutung der Geschichte für die Wirtschaftswissenschaften und der ökonomischen Theorie für die Geschichtsforschung, *Perspektiven der Wirtschaftspolitik, Eine Zeitschrift des Vereins für Socialpolitik*, 6 (2), S. 131–150.
- Bernholz, P., M. Gärtner und E. Heri (1985), Historical Experiences with Flexible Exchange Rates, *Journal of International Economics*, 19, S. 21–45.
- Böhler, E. (1946), Tendenzen der schweizerischen Wirtschaft und Wirtschaftspolitik, *VSA Mitteilungsblatt der schweizerischen Angestelltenverbände*, 23 (10), S. 101–106.
- Böhler, E. (1950), Preisniveau und Beschäftigungspolitik, in: Schweizerischer Gewerbeverband (Hrsg.), *Gewerbliches Jahrbuch*, S. 36–44.
- Bosshardt, A. (1947), Die Kaufkraftparität des Franken und die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Schweiz, in: Schweizerisches Institut für Aussenwirtschafts- und Marktforschung (Hrsg.), *Überbeschäftigung und Frankenparität*, St. Gallen: Fehrsche Buchhandlung, S. 109–147.
- Bosshardt, A. (1949), Der freie Finanzdollarmarkt: eine währungspolitische Notwendigkeit?, *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, 85, S. 1–11.
- Brunner, K. (1968), The Role of Money and of Monetary Policy, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 50 (7), S. 8–24.
- Coombs, C. A. (1976), *The arena of international finance*, New York: Wiley.
- Cuche, N. A. (2000): *Monetary Policy Rules and Indicators: Empirical Evidence from Switzerland*, Studienzentrum Gerzensee Dissertation Series, 4, Bern: Studienzentrum Gerzensee.
- Dornbusch, R. (1976), Expectations and Exchange Rate Dynamics, *Journal of Political Economy*, 84 (6), S. 1161–1176.
- Durrer, M. (1984), *Die schweizerisch-amerikanischen Finanzbeziehungen im Zweiten Weltkrieg: Von der Blockierung der schweizerischen Guthaben in den USA über die «Safehaven»-Politik zum Washingtoner Abkommen (1941–1946)*, Bern [etc.]: Haupt.
- Friedman, M. (1953), *Essays in Positive Economics*, Chicago [etc.]: University of Chicago Press.
- Friedman, M. (1959), *A Program for Monetary Stability*, New York: Fordham University Press.
- Friedman, M. (1968), The Role of Monetary Policy, *American Economic Review*, 58 (1), S. 1–17.
- Galli, A. (1994), Schweizerische Geldpolitik Ende der 70er Jahre, in: F. von Albertini, (Hrsg.), *Schweizerische Geldpolitik im Dilemma: Geldmenge oder Wechselkurs?*, Chur [etc.]: Rügger, S. 21–30.
- Halbeisen, P. (2007), Cool Lover? Switzerland and the Road to European Monetary Union, in: P. Clement und J. C. Martinez Oliva (Hrsg.), *European Central Banks and Monetary Cooperation after 1945*, Fankfurt am Main: European Association for Banking and Financial History, S. 99–117.
- Ingold, Evelyn (2003), Ungleichgewichte im Bretton-Woods-System, in: H.-J. Gilomen, M. Müller und B. Veyrassat (Hrsg.), *Globalisierung: Chancen und Risiken*, Zürich: Chronos, S. 297–316.
- IWF (verschiedene Jahre), International Monetary Fund, *International Financial Statistics*, Washington DC: IMF.

- Jeitziner, B. (1999), *Political Economy of the Swiss National Bank*, Heidelberg: Physica.
- Jöhr, W. A. (1947), Soll der Schweizerfranken aufgewertet werden?, in: Schweizerisches Institut für Aussenwirtschafts- und Marktforschung [Hrsg.], *Überbeschäftigung und Frankenparität*, St. Gallen: Fehrsche Buchhandlung, S. 59–108.
- Käch, O. (1954), *Die Dollarpolitik der Schweizerischen Nationalbank in den Kriegs- und Nachkriegsjahren*, Dissertation, Bern [: s.n.].
- Kaplan, J. J. und G. Schleiminger (1989), *The European Payments Union: Financial Diplomacy in the 1950s*, Oxford: Clarendon.
- Kohli, U. (1985), La demande de monnaie en Suisse: aspects divers, *Geld, Währung und Konjunktur*, Quartalsheft SNB, 3 (2), S. 150–164.
- Kugler, P. und G. Rich (2002), Monetary Policy Under Low Interest Rates: The Experience of Switzerland in the Late 1970s, *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, 138 (3), S. 241–269.
- Lademann, J. (1967), Die Bemühungen um eine internationale Währungsreform, Referat gehalten anlässlich der Generalversammlung der Studienstiftung für Wirtschaftspolitik in Zürich, 8. Februar, Bibliothek SNB Zürich.
- Lademann, J. (1970), Aktuelle internationale Währungsprobleme aus schweizerischer Sicht, Referat vom 16. Februar, [o. O.], Bibliothek SNB Zürich.
- League of Nations [R. Nurkse] (1946), *The Course and Control of Inflation: A Review of Monetary Experience in Europe after World War I*, Geneva: League of Nations.
- Lutz, F. A. (1954), The Case for Flexible Exchange Rates, *Banca del Lavoro Quarterly Review*, 31 (7), S. 175–186.
- Maddison, A. (2001), *The World Economy: A Millennial Perspective*, Paris: Development Centre of the Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD).
- Magee, S. P., W. A. Brock und L. Young (1989), *Black Hole Tariffs and Endogenous Policy Theory*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Marbach, F. (1947), Goldpolitik als Mittel zur Verbilligung der Lebenshaltung, *Schweizerische Metallarbeiterzeitung* Nr. 48 vom 26. November, S. 1.
- Meltzer, A. H. (2005), *A history of the Federal Reserve*, [zweiter, noch nicht publizierter Band, Manuskript von Kapitel 5].
- Mises, L. von (1929), *Kritik des Interventionismus: Untersuchungen zur Wirtschaftspolitik und Wirtschaftsideologie der Gegenwart*, Jena: Fischer.
- Mitchell, B. R. (1976), *European Historical Statistics: 1750–1970*, New York: Columbia University Press.
- Rich, G. (2003), Swiss monetary targeting 1974–1996: the role of internal policy analysis, *ECB Working Paper Series*, 236, Frankfurt am Main: European Central Bank.
- Salin, E. (1964), Devisen-Bann-Wirtschaft?, *Kyklos*, 17 (2), S. 149–164.
- Schiltknecht, K. (1970), *Beurteilung der Gentlemen's Agreements und Konjunkturbeschlüsse der Jahre 1954–1966*, Zürich: Polygraphischer Verlag.
- Schiltknecht, K. (1994), Geldmengenpolitik und Wechselkurs: der schweizerische Weg, in F. von Albertini (Hrsg.), *Schweizerische Geldpolitik im Dilemma: Geldmenge oder Wechselkurs?*, Chur [etc.]: Rüegger, S. 57–67.
- Schwerdtel, G. (1992), *The Swiss Participation in the European Payments Union 1950–1958*, Bern [etc.]: Lang.

- Sieber, H. (1946), Aufwertung des Schweizerfranken?, *Neue Zürcher Zeitung* Nr. 1955 vom 30. Oktober, Morgenausgabe [Blatt 1].
- Sieber, H. (1948), *Die Dollarfrage*, Bern: Haupt.
- SNB (1957), *Schweizerische Nationalbank 1907–1957*, [Zürich: SNB].
- SNB (1982), *75 Jahre Schweizerische Nationalbank: Die Zeit von 1957 bis 1982*, Zürich: Verlag Neue Zürcher Zeitung.
- Solomon, R. (1977), *The International Monetary System, 1945–1976: An Insider's View*, New York: Harper and Row.
- Spahni, W. (1977), *Der Ausbruch der Schweiz aus der Isolation nach dem Zweiten Weltkrieg: Untersucht anhand ihrer Aussenhandelspolitik 1944–1947*, Frauenfeld: Huber.
- Toniolo, G. (2005), *Central Bank Cooperation at the Bank for International Settlements: 1930–1973*, with the assistance of P. Clement, Cambridge [etc.]: Cambridge University Press.
- Wagner, V. (1949), Bemerkungen zur Dollarpolitik, *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, 85 (1), S. 33–45.

Teil 2

Die Zeit von 1982 bis 2007

3 Die Entwicklung der Weltwirtschaft

EVELINE RUOSS UND MATHIAS ZURLINDEN

3.1 Einleitung

Die Weltwirtschaft wurde in den letzten 25 Jahren der hundertjährigen Geschichte der Schweizerischen Nationalbank vor allem durch zwei Entwicklungen geprägt: zum einen durch die als Globalisierung bezeichnete wachsende wirtschaftliche Verflechtung der Länder und zum anderen durch den deutlichen Rückgang der Inflation von einem hohen, in einigen Ländern sehr hohen Stand aus. Beide Entwicklungen sind auch deshalb bemerkenswert, weil zu Beginn der Periode kaum mit diesem Ausgang gerechnet werden konnte. Die Inflation war in vielen Ländern tief verwurzelt, die Gefahr des Protektionismus schien zu steigen, und Politik wie Wirtschaft standen nach wie vor im Schatten des Kalten Krieges.

Der Rückgang der Inflation auf ein Niveau, das die meisten Länder zuletzt in den frühen 1960er Jahren gesehen hatten, war vor allem die Folge einer entschlossener geführten Geldpolitik. Von der Wiederherstellung der Preisstabilität versprach man sich nicht nur die Beseitigung der wohlfahrtsmindernden Inflationskosten, sondern auch die Rückkehr zu einem solideren Wirtschaftswachstum und einem stabileren Konjunkturverlauf. Diese Erwartungen sollten sich zu einem guten Teil erfüllen. Nach einer ausgeprägten Rezession zu Beginn der 1980er Jahre erholte sich das Wirtschaftswachstum, und die Konjunkturschwankungen wurden zusehends milder. Indem die erfolgreiche Inflationsbekämpfung das Vertrauen in die Geldpolitik stärkte und die Inflationserwartungen auf tiefem Niveau stabilisierte, trug sie wesentlich zu dieser günstigen Entwicklung bei.

Der Prozess der Globalisierung erhielt Impulse von zwei Seiten. Zunächst spielte der technische Fortschritt eine Rolle, wobei der rasante Aufstieg der Informations- und Telekommunikationstechnologie (IT), der kaum einen Bereich der Wirtschaft und des täglichen Lebens unberührt liess, an erster Stelle steht. Als Folge dieser Entwicklung sanken die Transport- und Kommunikationskosten stark, was es den Firmen erleichterte, in einen globalen Wettbewerb zu treten und ihren Produktionsprozess weltweit anzulegen. Neben dem technischen Fortschritt trieben aber auch politische Ereignisse und Weichenstellungen den Globalisierungsprozess voran. Der Fall der Berliner Mauer im Jahre 1989 signalisierte das Ende des Kalten Krieges und den Beginn der

Wiedereingliederung des ehemaligen Ostblocks in die Weltwirtschaft. Nach Jahrzehnten der Isolation und Planwirtschaft orientierten die mittel- und osteuropäischen Länder ihre Wirtschaftspolitik wieder an marktwirtschaftlichen Prinzipien und öffneten sich. In ähnlicher Weise nahmen auch viele Entwicklungsländer, die im Schatten des Kalten Krieges einen Mittelweg zwischen Marktwirtschaft und Planwirtschaft versucht hatten, eine grundlegende Neuausrichtung vor. Weniger radikal verlief die Entwicklung in den westlichen Industrieländern, doch wurden im Zuge umfangreicher Reformen auch hier viele Behinderungen des freien Güter- und Kapitalverkehrs abgebaut. Ein bedeutendes Ereignis für den Welthandel war sodann der Abschluss der Uruguay-Runde des Allgemeinen Zoll- und Handelsabkommens (GATT) im Jahre 1993. Neben der Schaffung der Welthandelsorganisation (WTO) brachte sie einen weiteren Abbau der Industriezölle und die Unterstellung wichtiger Bereiche wie der Dienstleistungen, der Investitionen und des geistigen Eigentums unter die GATT-Regeln. Parallel dazu nahm die Zahl der regionalen Handelsabkommen in Amerika, Asien und Europa stark zu. Am weitesten sind die Integrationsbestrebungen im Rahmen der Europäischen Union (EU) in Europa gediehen, wo die Zahl der Mitgliedsländer in mehreren Etappen auf 25 gestiegen ist und mit dem Programm zur Schaffung eines echten Binnenmarktes (1985–1992) und der Einführung des Euro als neue Währung (1999) weitere ehrgeizige Integrationsziele erreicht worden sind.

Das Zusammenwachsen der Weltwirtschaft widerspiegelte sich in einer kräftigen Zunahme des Welthandels und der internationalen Kapitalströme. Der Welthandel wuchs rund doppelt so stark wie die Produktion, so dass der Anteil der Exporte am Bruttoinlandsprodukt (BIP) im letzten Vierteljahrhundert im Durchschnitt von rund 20% auf 30% zugenommen hat. Noch stärker stiegen die grenzüberschreitenden Kapitalbewegungen. Gleichwohl sollte der erreichte Grad der Globalisierung nicht überschätzt werden. Wichtige Märkte wie der Arbeitsmarkt, aber auch die Landwirtschaft und die Dienstleistungen sind nämlich immer noch vergleichsweise schwach integriert. Und selbst die internationale Integration der Kapitalmärkte ist weniger weit gediehen, als oft vermutet wird, betrachtet man beispielsweise die ausgeprägte Präferenz der Haushalte für inländische Anlagen. Ausserdem gab es bereits früher Phasen, in denen die wirtschaftliche Integration hoch war. Neu an der jüngsten Globalisierungswelle ist vor allem die grosse Zahl der beteiligten Länder wie auch die Tatsache, dass der Importanteil innerhalb der gleichen Branche oder Firma infolge der erhöhten Spezialisierung viel grösser ist als früher. Davon abgesehen reicht die Integration aber in manchen Bereichen kaum weiter als vor dem Ersten Weltkrieg. So war damals bei-

spielsweise das Verhältnis der Nettokapitalströme zum Weltsozialprodukt grösser als heute, und auch die Arbeitsmärkte waren offener. Nach den beiden Weltkriegen und der Weltwirtschaftskrise der Zwischenkriegszeit war von diesem liberalen Weltwirtschaftssystem allerdings nicht mehr viel übrig geblieben. Die Entwicklung seit 1945 im Westen und seit 1989 weltweit knüpft damit in vielem an die Zeit vor 1914 an.

Die Globalisierung ermöglichte eine bessere internationale Arbeitsteilung und eine bessere Aufteilung der weltweiten Ersparnisse auf aussichtsreiche Investitionsprojekte. Sie wirkte sich damit positiv auf das Wachstum der Weltwirtschaft aus. Wie bei jedem Strukturwandel profitierten allerdings nicht alle gleich, und in vielen Fällen waren die Kosten früher sichtbar als die Erträge. Gegen den Globalisierungsprozess mobilisierte sich deshalb auch Widerstand. Dies zeigte sich nicht zuletzt in den alten Industrieländern, die sich auf vielen Gebieten einem verstärkten Wettbewerb ausgesetzt sahen. Es formierte sich eine globalisierungskritische Bewegung, die am Ende der 1990er Jahre durch teilweise militante Aktionen für Schlagzeilen sorgte. Der Globalisierungsprozess wurde dadurch jedoch nicht aufgehalten. Entscheidend dafür war vermutlich die in breiten Kreisen der Öffentlichkeit noch frische Erfahrung, dass die Länder, die sich nach dem Zweiten Weltkrieg von der Weltwirtschaft abgewandt hatten, ihren Lebensstandard weit weniger stark zu verbessern vermochten als diejenigen, die auf Öffnung und Integration gesetzt hatten.

3.2 Konjunkturschwankungen

Die kurzfristigen Schwankungen der Wirtschaftstätigkeit verliefen im Zeitraum von 1980 bis 2005 über die verschiedenen Länder hinweg recht synchron. Damit bestätigte sich ein Grundzug, der bereits die früheren Konjunkturzyklen des 20. Jahrhunderts geprägt hatte. In den meisten Industrieländern wurden die Expansionsphasen in den frühen 1980er und den frühen 1990er Jahren sowie kurz nach der Jahrtausendwende während einiger Quartale durch einen Rückgang von Produktion und Beschäftigung unterbrochen. Einigen gelang es zwar, solche Kontraktionen zu vermeiden, doch liess das Wirtschaftswachstum auch in diesen Fällen nach. In der übrigen Welt, welche die aufstrebenden Volkswirtschaften und die Entwicklungsländer umfasst, zeigte sich ein ähnliches Bild. Zwar bildete sich die Produktion in den Ländern mit hohem Trendwachstum des realen BIP kaum je zurück. Das Auf und Ab der Wachstumsraten der Produktion blieb indessen eng mit der entsprechenden Entwicklung in den Industrieländern verknüpft.

Infolge der hohen Übereinstimmung, welche die Produktionsschwankungen verschiedenster Länder kennzeichnet, lässt sich der konjunkturelle Ver-

lauf der Weltwirtschaft anhand der entsprechenden Entwicklung der grossen Industrieländer (USA, Japan, Deutschland, Frankreich, Grossbritannien, Italien und Kanada) beschreiben. Anfang der 1980er Jahre befand sich diese Ländergruppe in einer ausgeprägten Rezession. Die Gründe dafür werden im Allgemeinen im massiven Anstieg der Erdölpreise und in der restriktiven Geldpolitik gesehen, mit der die Zentralbanken die hohe Inflation bekämpften. Von grosser Bedeutung war dabei der Kurswechsel der amerikanischen Geldpolitik im Oktober 1979, die von da an klar darauf ausgerichtet war, die Inflation drastisch und nachhaltig zu reduzieren. Die Expansion der Wirtschaftsaktivität in den USA ging im ersten Quartal 1980 zu Ende. Nach einer scharfen Rezession, die zwei Quartale dauerte, erholte sich die Produktion zunächst rasch, bevor sie zwischen dem dritten Quartal 1981 und dem dritten Quartal 1982 nochmals stark abnahm.¹

Von den anderen grossen Industrieländern erfuhren Grossbritannien und Kanada ebenfalls einen wirtschaftlichen Einbruch. Der BIP-Rückgang hatte in Grossbritannien bereits 1979 begonnen und dauerte bis ins erste Quartal 1981. In Kanada wie auch in Deutschland und Italien deckte sich hingegen das zeitliche Muster zweier kurz aufeinander folgender Kontraktionen weitgehend mit jenem in den USA. Von den kontinentaleuropäischen Ländern erlitt Deutschland die stärksten Produktionseinbussen. Italien und Frankreich kamen vergleichsweise glimpflich davon, während Japan nur eine Wachstumsflaute und keine klassische Rezession mit rückläufiger Produktion durchlief.

Der folgende Aufschwung erstreckte sich in den USA vom vierten Quartal 1982 bis zum zweiten Quartal 1990. In einigen europäischen Ländern hatte er bereits etwas früher eingesetzt, gewann aber erst mit dem Anspringen der amerikanischen Konjunktur an Kraft. Zur langen Dauer der Expansion trug die moderate Inflationsentwicklung bei. Die Inflationsraten sanken zunächst auf ein sehr tiefes Niveau und begannen erst ab 1987 – anfangs mässig und dann deutlicher – zu steigen. Ausserdem bildeten sich die Preise für Erdöl und andere Rohstoffe zurück. Der Rohölpreis, der im Herbst 1980 mit knapp 45 US-Dollar pro Fass einen Höchststand erreicht hatte, fiel bis Herbst 1986 auf 11 US-Dollar und lag zu diesem Zeitpunkt real tiefer als vor der ersten massiven Anhebung der Erdölnotierung durch die OPEC-Länder in den frühen 1970er Jahren.

1 Die Datierung der Expansions- und Kontraktionsphasen erfolgt nach dem Verfahren von Harding und Pagan (2002) und basiert auf Daten für das vierteljährliche reale BIP. Eine Expansion dauert – in Quartalen gemessen – vom lokalen Tief- bis zum nächsten Höhepunkt, eine Kontraktion entsprechend vom lokalen Höhe- bis zum nächsten Tiefpunkt.

Die lange Expansionsphase der 1980er Jahre war nicht frei von Störungen. Ein erster Schlag war der Ausbruch der internationalen Schuldenkrise im Sommer 1982. Ausgangspunkt war Mexiko, das stark wachsende Leistungsbilanz- und Staatshaushaltsdefizite aufwies. Die Krise sprang rasch auf andere hochverschuldete Länder über, deren Volkswirtschaften ähnliche Schwächen aufwiesen. Durch das rasche Eingreifen des Internationalen Währungsfonds (IWF) und der Zentralbanken der Industrieländer konnte die Mexiko-Krise zwar entschärft werden, doch lastete das Verschuldungsproblem noch lange auf den betroffenen Ländern. Im Oktober 1987 erschütterte der Kurssturz an der New Yorker Aktienbörse die internationalen Finanzmärkte. Innerhalb weniger Wochen fielen die Aktienkurse in den meisten Ländern um 30% bis 50% gegenüber ihrem Höchstniveau des Jahres 1987. Erinnerungen an den Börsenkrach von 1929 und die Grosse Depression wurden wach. Die befürchteten negativen Folgen auf das Wachstum der Weltwirtschaft blieben jedoch aus, nicht zuletzt, weil die Zentralbanken der Industrieländer die Liquiditätszufuhr stark ausdehnten. In den beiden folgenden Jahren zog das Wirtschaftswachstum – und fast überall auch die Teuerung – an. In einigen Ländern kam es zu einer eigentlichen Konjunkturüberhitzung, verbunden mit Spekulationsblasen auf den Immobilienmärkten und einem starken Anstieg der Inflation.

Die Weltkonjunktur erreichte zu Beginn der 1990er Jahre ihren Höhepunkt und flachte danach deutlich ab. Neben der strafferen Geldpolitik trug insbesondere die Krise am Persischen Golf, die Anfang August 1990 durch den Einmarsch irakischer Streitkräfte in Kuwait ausgelöst worden war, zu dieser Konjunkturflaute bei. Der Konflikt bewirkte einen sprunghaften Anstieg der Erdölnotierungen; er zog sich etwa ein halbes Jahr hin, bis eine Koalitionsstreitmacht unter Führung der USA Kuwait in einem kurzen Feldzug befreite. Im Unterschied zur Rezession Anfang der 1980er Jahre erfolgte jene zu Beginn der 1990er Jahre in den verschiedenen Ländern zeitlich deutlich versetzt. In den USA sank die Produktion zwischen dem zweiten Quartal 1990 und dem ersten Quartal 1991. Die Kontraktion war kurz und der kumulierte Rückgang des realen BIP deutlich geringer als in den beiden Rezessionen zwischen 1980 und 1982. Gleichzeitig mit den USA gerieten 1990 auch Grossbritannien und Kanada in eine Rezession. Diese war zwar schärfer als die Rezession in den USA, fiel aber immer noch deutlich milder aus als die Konjunktüreinbrüche, welche die beiden Länder zu Beginn der 1980er Jahre erlebt hatten. Auf dem europäischen Kontinent setzte sich die Expansion hingegen zunächst fort. Eine wichtige Rolle spielten dabei die Umwälzungen in Osteuropa. Nach dem Fall der Berliner Mauer am 9. November 1989 wurde in Deutschland zuerst

die wirtschaftliche (1. Juli 1990) und dann die politische (1. Oktober 1990) Wiedervereinigung realisiert. Bedeutende Impulse gingen darauf von der expansiven deutschen Finanzpolitik zur Stützung der fünf neuen Bundesländer aus. Daraus zogen auch die anderen europäischen Volkswirtschaften Nutzen. Die Expansionsphase erreichte daher sowohl in Deutschland als auch in Frankreich und Italien erst im ersten Quartal 1992 ihren Höhepunkt. Der anschliessende Produktionsrückgang dauerte in diesen drei Ländern durchschnittlich fünf Quartale. Dabei ergaben sich BIP-Verluste, die grösser waren als in den USA. Anders als in den angelsächsischen Ländern war die Rezession auch nicht eindeutig milder als Anfang der 1980er Jahre.

Die konjunkturelle Erholung kam in vielen Ländern nur schleppend in Gang. Ein Grund dafür waren Schwierigkeiten des Bankensystems. Die Banken hatten infolge der Rezession und verschärft durch den Rückgang der Preise von Aktien und Immobilien mit notleidenden Krediten zu kämpfen. Die Kreditvergabe stockte und behinderte damit die konjunkturelle Erholung. Die Schwierigkeiten zeigten sich in den USA, besonders deutlich aber in einigen kleineren europäischen Ländern und vor allem in Japan, wo die spekulativen Überhitzungserscheinungen an den Aktien- und Immobilienmärkten Ende der 1980er Jahre besonders ausgeprägt gewesen waren. Nachdem sich das Wirtschaftswachstum Japans bereits zu Beginn der 1990er Jahre deutlich verlangsamt hatte, begann eine mehrjährige Stagnationsphase, die auch zwei Rezessionen (1993 und 1998) mit einschloss und von deflationären Tendenzen begleitet wurde.

Weitere Störungen, welche die Expansion der Weltwirtschaft in den 1990er Jahren zu gefährden schienen, waren Währungs- und Zahlungsbilanzkrisen in verschiedenen aufstrebenden Volkswirtschaften. Diese Krisen entsprangen häufig einem wachsenden Leistungsbilanzdefizit. Der dadurch ausgelöste Vertrauensschwund der Anleger zwang die betroffenen Währungsbehörden meistens, den Wechselkurs frei zu geben und zusammen mit der Regierung Stabilisierungsmassnahmen durchzuführen. Obschon sich der reale Wechselkurs nach der Freigabe des Wechselkurses jeweils rasch zurückbildete, gerieten diese Länder gewöhnlich in eine Rezession. Beispiele solcher Krisen, die sich regelmässig auf weitere Länder übertrugen, waren in den 1990er Jahren die Mexiko-Krise (1994–1995), die von Thailand ausgehende Asien-Krise (1997–1998) und die Russland-Krise (1998). Von diesen dreien zog die Asienkrise die weitesten Kreise. Ausser in Japan kam es allerdings in keinem der grossen Industrieländer zu einer Rezession.

Ab Mitte der 1990er Jahre richtete sich das Augenmerk auf die USA, wo inzwischen ein kräftiger Konjunkturaufschwung eingesetzt hatte. Die trei-

bende Kraft war der Investitionsboom im IT-Bereich. Eine neue Wirtschaftsära – die New Economy – schien angebrochen, geprägt von einer massiven Zunahme des Produktivitätswachstums und einer dauerhaften Erhöhung des Wachstumspotenzials. Damit einher ging eine markante Aufwertung des US-Dollar und ein beispielloser Anstieg der Aktienkurse. Über die verstärkte Importnachfrage profitierten auch die europäischen Länder vom amerikanischen Wachstumsschub. Zudem übertrug sich ein gewisser Wachstumsoptimismus, der in vielen Ländern durch umfassende Liberalisierungen, insbesondere im Telekommunikationsbereich, genährt wurde.

Die meisten Industrieländer erlebten in den 1990er Jahren eine lange Expansionsphase. In den USA erstreckte sie sich vom ersten Quartal 1991 bis zum vierten Quartal 2000. Mit 39 Quartalen war sie noch zwei Jahre länger als die bereits sehr lange Expansion der Periode von 1982 bis 1990.² Der darauf folgende Produktionsrückgang war mit drei Quartalen kurz und die kumulierten BIP-Verluste mit 0,2% minim. Während ein Quartal nach den USA Japan in eine klare Rezession geriet, durchliefen die europäischen Länder eher eine ausgedehnte Stagnation. Deutschland und Italien wiesen zwischen dem ersten Quartal 2001 und dem zweiten Quartal 2003 zwei geringfügige Kontraktionen von je durchschnittlich drei Quartalen und dazwischen eine ebenso schwache Expansion auf. In Frankreich, das von der Konjunkturabflachung etwas später getroffen wurde, blieb es bei einer einzigen milden Kontraktion, die ebenfalls drei Quartale dauerte. Grossbritannien sowie Kanada konnten eine Rezession ganz vermeiden und verzeichneten bloss eine vorübergehende Abflachung des Wirtschaftswachstums.

Zur Konjunkturschwäche der Jahre 2001 bis 2003 trugen mehrere Faktoren bei. Dazu zählen die Straffung der Geldpolitik durch die Zentralbanken, mit der einer konjunkturellen Überhitzung vorgebeugt werden sollte, das Platzen der spekulativen Blase an den Technologiebörsen sowie eine Reihe von Erschütterungen, die Konsumenten wie Investoren verunsicherten. Zu erwähnen sind die Terroranschläge in den USA vom 11. September 2001 und die beiden darauf folgenden Kriege in Afghanistan und im Irak sowie verschiedene grosse Unternehmensskandale in den USA und in Europa. Die Aktienbaisse, die im zweiten Halbjahr 2000 begonnen hatte, zog sich daher bis ins Frühjahr 2003 hin. An den wichtigen Börsenplätzen sanken die Aktienkurse in diesem Zeitraum auf die Hälfte ihres Höchstniveaus von 2000.

2 Für die USA liegen offizielle Datierungen der Konjunkturzyklen vor, die bis 1854 zurückreichen. Gemäss diesen Datierungen des NBER war die Expansionsphase der 1990er Jahre die bisher längste überhaupt.

Bemerkenswert war, dass die Rezession trotz dieser massiven Belastungen fast überall sehr mild ausfiel. Dazu trugen nicht zuletzt die tiefen Inflationserwartungen bei, die es den Zentralbanken erlaubten, die Geldpolitik bereits früh wieder zu lockern. In der zweiten Jahreshälfte 2003 setzte überall ein Konjunkturaufschwung ein, der über das Jahr 2005 hinaus angedauert und auch dem erneuten massiven Anstieg des Erdölpreises auf über 70 US-Dollar pro Fass Mitte 2005 standgehalten hat.

3.3 Wachstumstrends

Die Weltwirtschaft ist – über den gesamten Zeitraum von 1980 bis 2005 betrachtet – in einem moderaten Tempo gewachsen. Das reale BIP stieg um durchschnittlich 3,1% pro Jahr und das BIP pro Kopf der Bevölkerung, das die Entwicklung des Lebensstandards besser wiedergibt, erhöhte sich real um 1,6%. Das ist weniger als in der davor liegenden Zeit seit dem Zweiten Weltkrieg, übertrifft aber das im 19. Jahrhundert und in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts gemessene durchschnittliche Wirtschaftswachstum.³

In den Industrieländern, die bei einem Bevölkerungsanteil von 15% rund die Hälfte der weltweit produzierten Waren und Dienstleistungen erzeugen, wuchs das reale BIP pro Kopf ungefähr gleich stark wie in den aufstrebenden Volkswirtschaften und den Entwicklungsländern. Zwischen den Industrieländern und der übrigen Welt fand damit in den letzten 25 Jahren kaum eine Annäherung der Lebensstandards statt. Hinter diesen Durchschnittswerten verbergen sich indessen grosse regionale Unterschiede. Während die meisten asiatischen Länder gegenüber der Gruppe der Industrieländer stark aufholten, fielen viele Länder Lateinamerikas, Afrikas und des Mittleren Ostens zurück.⁴

3.3.1 Industrieländer

Die Volkswirtschaften der Industrieländer wuchsen von 1980 bis 2005 deutlich weniger stark als in den 30 Jahren zuvor. Dabei fand der Bruch im Trendwachstum allerdings nicht erst in den 1980er, sondern bereits Mitte der 1970er Jahre statt. Die Ursachen für die erlahmende wirtschaftliche Dynamik

3 Maddison (2001).

4 Alle Angaben zum Wirtschafts- und Produktivitätswachstum basieren auf Daten des Groningen Growth and Development Centre (2006). Das BIP ist mit Wechselkursen zu Kaufkraftparitäten in US-Dollar von 1990 umgerechnet. Die Aggregate für die Welt oder einzelne Regionen umfassen alle Länder, für die das Groningen Centre Daten ausweist, wobei die regionale Abgrenzung jener des Groningen Centre entspricht. Für einige Länder gingen die Angaben nur bis 2004; in diesen Fällen wurden für 2005 eigene Schätzungen verwendet. Die Industrieländer sind die Mitgliedsländer der OECD, Stand Ende 1993.

sind nach wie vor umstritten. Teilweise handelte es sich vermutlich um eine Normalisierung nach dem Boom der Nachkriegszeit. Dies gilt vor allem für Westeuropa, dessen kräftiges Wirtschaftswachstum nach dem Zweiten Weltkrieg zu einem erheblichen Teil auf den technologischen Aufholprozess gegenüber den USA zurückgeführt werden kann. Als weitere bremsende Faktoren dürften vorübergehend die Vervierfachung des in US-Dollar ausgedrückten Erdölpreises im Jahre 1973 sowie der Zusammenbruch des Währungssystems von Bretton Woods im gleichen Jahr gewirkt haben. Bereits damals sahen aber viele Beobachter die schwächeren Zuwachsraten auch als Folge der zunehmend wachstumshemmenden Rahmenbedingungen, die sich unter anderem in einem steigenden Staatsanteil am BIP widerspiegelten. Damit kam das Thema Strukturreformen auf die politische Agenda, das die Wirtschaftspolitik in den Industrieländern bis ins neue Jahrhundert eingehend beschäftigen sollte.

Die Wachstumsverlangsamung nach 1973 traf die Industrieländer in unterschiedlichem Ausmass. Während das Wachstum des realen BIP pro Kopf in den USA von durchschnittlich 2,5% in den Jahren 1950 bis 1973 auf 2,0% in der Periode 1980 bis 2005 abnahm, halbierte es sich in den 15 europäischen Ländern, die vor der Erweiterung des Jahres 2004 die Europäische Union (EU) ausmachten (EU-15), von 4,0% auf 1,9%.⁵ Das europäische Wirtschaftswachstum sank damit leicht unter das amerikanische Niveau, nachdem es dieses zuvor deutlich übertroffen hatte. Von dieser Entwicklung waren fast alle europäischen Nationen betroffen. Eine Ausnahme bildete Grossbritannien, das bereits zwischen 1950 und 1973 gemessen am BIP pro Kopf nicht schneller gewachsen war als die USA.

Die Wachstumsverlangsamung ging allgemein mit einer schwächeren Zunahme der Arbeitsproduktivität – gemessen als reales BIP pro geleistete Arbeitsstunde – einher. In der EU-15 verringerte sich der Zuwachs der Arbeitsproduktivität von durchschnittlich 4,7% in den Jahren 1950 bis 1973 auf 2,0% in den Jahren 1980 bis 2005, während er in den USA von 2,5% auf 1,7% sank. Beim Produktivitätswachstum schnitt Europa damit weiterhin eine Spur besser ab als die USA, so dass sich der Produktivitätsvorsprung der USA weiter verkleinerte. Hatte die Arbeitsproduktivität in der EU-15 im Jahre 1973 noch 70% des amerikanischen Niveaus betragen, so lag sie im Jahre 2005 bei 86%. Anders als bei der Arbeitsproduktivität fand beim Pro-Kopf-Einkommen dagegen keine weitere Konvergenz statt, so dass der Rückstand von rund

5 Im Falle Deutschlands wurden die BIP-Daten der alten Bundesrepublik ab 1991 mit den Wachstumsraten des vereinten Deutschland fortgeschrieben.

30% gegenüber den USA bestehen blieb. Der Grund dafür liegt im Umstand, dass die pro Kopf geleisteten Arbeitsstunden in Europa stärker sanken als in den USA. Darin widerspiegeln sich teilweise unterschiedliche Präferenzen in den USA und Europa bezüglich Einkommen und Freizeit, aber auch all die Hemmnisse, die langfristig die Beschäftigungsquote senken.⁶ Während die Schätzungen der strukturellen Arbeitslosigkeit in den USA laufend nach unten korrigiert wurden, ging der Trend in den meisten europäischen Ländern in die Gegenrichtung. Vor allem die drei grossen Länder Deutschland, Frankreich und Italien wiesen eine hohe, die Staatshaushalte belastende Arbeitslosigkeit auf.

Wenn die Unterschiede zwischen den USA und der EU-15 – über den ganzen Zeitraum von 1980 bis 2005 betrachtet – eigentlich gering waren, so bedeutet das nicht, dass die Entwicklung regelmässig verlief. Bis in die frühen 1990er Jahre wuchs das BIP in der EU-15 pro Kopf ungefähr gleich stark wie in den USA, danach war die Zunahme schwächer. Die bedeutendste Veränderung erfolgte bei der Produktivität. Während das Wachstum der Arbeitsproduktivität in den USA ab Mitte der 1990er Jahre deutlich zunahm, ging es in der EU-15 zurück. Erstmals seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs wiesen die westeuropäischen Länder damit über einen längeren Zeitraum ein geringeres Wachstum der Arbeitsproduktivität auf als die USA.

Die Entwicklung der Arbeitsproduktivität seit Mitte der 1990er Jahre und die Länderunterschiede, die dabei auftraten, wurden wesentlich durch den Aufstieg der IT-Industrie geprägt. Der technische Fortschritt, der sich im Wachstum der Gesamtfaktorproduktivität widerspiegelt, war nirgendwo grösser als in diesem Sektor.⁷ Gerade dieser Bereich nahm jedoch in den USA eine sehr viel wichtigere Stellung ein als in der EU-15. Ausserdem investierten die amerikanischen Unternehmen kräftiger in IT-Güter als europäische Firmen, was entscheidend dazu beitrug, dass die Kapitalintensität in den USA stärker zunahm als in der EU-15. Beide Faktoren zusammen erklären, weshalb die amerikanische Arbeitsproduktivität kräftiger stieg als die europäische.⁸ Die Bedeutung der IT wird auch dadurch unterstrichen, dass diejenigen europäischen Länder, die eine starke IT-Industrie aufzubauen vermochten und stark in IT-Güter investierten, innerhalb Europas mit die grössten Produktivitätsgewinne erzielten (Finnland, Irland und Schweden).

6 Blanchard (2004).

7 Das Wachstum der Gesamtfaktorproduktivität wird in der Regel als Restgrösse berechnet. Sie entspricht dem Teil des Produktionswachstums, der nicht durch das Wachstum der Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital erklärt werden kann.

8 Timmer und van Ark (2005) für den Zeitraum 1980–2001.

Es gibt gute Gründe für die Annahme, dass die Rückkehr zu einem höheren Trendwachstum in den USA, aber auch in Grossbritannien seine Wurzeln in der wirtschaftspolitischen Neuorientierung Anfang der 1980er Jahre hat. Die damaligen Strukturreformen unter US-Präsident Ronald Reagan und der britischen Premierministerin Margaret Thatcher waren breit angelegt mit dem Ziel, die Marktkräfte zu stärken und den wachsenden Staatseinfluss zurückzudämmen. Sie umfassten sowohl die Deregulierung des Arbeitsmarktes, der Produktmärkte und des Finanzsektors als auch Reformen des Steuer- und Sozialsystems. Entscheidend war dabei, dass die Orientierung in Richtung mehr Markt und Wettbewerb von den folgenden Regierungen grundsätzlich beibehalten wurde.

Die Wachstumsschwäche löste zwar auch auf dem europäischen Kontinent Besorgnis aus. Im Vergleich zu den USA oder Grossbritannien fielen die Strukturreformen und Deregulierungsmassnahmen in den meisten Ländern jedoch zögerlich aus. Die Hoffnungen auf eine Verstärkung der wirtschaftlichen Dynamik lagen vor allem auf dem EU-Projekt zur Schaffung eines einheitlichen Binnenmarktes, das im Jahre 1985 lanciert wurde. Durch den freien Waren-, Dienstleistungs-, Personen- und Kapitalverkehr sollten die Wettbewerbskräfte gestärkt, die Produktivität erhöht und damit das Wachstum gesteigert werden. In der Tat wurden in den folgenden Jahren die Produktmärkte und hier wiederum vor allem die staatlichen Netzwerkbetriebe des Telekommunikationssektors, der Stromversorgung und des öffentlichen Verkehrs teilweise stark dereguliert und privatisiert. Die politisch besonders heiklen Reformen des Arbeitsmarktes und des Steuersystems wurden dagegen nur ansatzweise angegangen. Ausnahmen bildeten einige kleinere Länder, darunter die Niederlande, die nordischen Staaten sowie Irland, die Anfang der 1990er Jahre umfassende Reformen durchführten.

Es zeigte sich bald, dass die in Europa ergriffenen wirtschaftspolitischen Massnahmen nicht genügten, um die europäische Wachstumsschwäche zu überwinden und die Arbeitslosigkeit nennenswert zu senken. Für Europa bestand die Gefahr, die Chancen der Globalisierung zu verpassen und mit deren Folgen schlecht fertig zu werden. Mehr und mehr wurde zudem deutlich, dass sich viele Länder das über Jahrzehnte gewachsene grosszügige Mass an sozialer Absicherung auf die Dauer nicht mehr leisten konnten. Die Lösung der anstehenden Probleme erschien um so dringender, als die EU daran ging, zehn neue Mitgliedsländer aufzunehmen, deren Pro-Kopf-Einkommen teilweise deutlich unter dem EU-Durchschnitt lag. Die EU-Länder beschlossen deshalb im Jahre 2000 in Lissabon ein umfassendes Wirtschaftsprogramm zur Stärkung der Wettbewerbskraft der europäischen Wirtschaft. Die an-

gestrebten Reformen bezogen auch den Arbeitsmarkt mit ein. Dementsprechend schwierig gestaltete sich die politische Umsetzung, die bis zum Jahre 2005 erst wenige Fortschritte brachte.

3.3.2 *Aufstrebende Volkswirtschaften und Entwicklungsländer*

Im Vergleich zu den Industrieländern, die sich in der Periode von 1980 bis 2005 – trotz aller Unterschiede – recht ähnlich entwickelten, fiel die Entwicklung in der übrigen Welt sehr unterschiedlich aus. Es gelang nur Asien und Mitteleuropa, den Wohlstandsabstand zu den Industrieländern deutlich zu verringern. In den anderen Regionen, nämlich Afrika, Lateinamerika, dem Mittleren Osten sowie in den Nachfolgestaaten der Sowjetunion, war er dagegen am Ende der Periode gleich gross oder sogar grösser als im Jahre 1980. Viele dieser Länder erlitten vor allem in den 1980er und frühen 1990er Jahren empfindliche Rückschläge. Erst ab Mitte der 1990er Jahre stieg ihr Wirtschaftswachstum im Zuge des weltweit günstigen Konjunkturverlaufs und der sich wieder erhöhenden Rohstoffpreise. Einen wichtigen Beitrag leisteten dabei auch die vielerorts erzielten Erfolge bei der Inflationsbekämpfung und der Sanierung der Staatsfinanzen.

Das mit Abstand stärkste Wachstum wiesen die asiatischen Länder auf. Von 1980 bis 2005 wuchs deren reales BIP pro Kopf um durchschnittlich 4,7% pro Jahr. Hongkong, Singapur, Südkorea und Taiwan, deren wirtschaftlicher Aufschwung teilweise in die 1950er und 1960er Jahre zurückreicht, vermochten den Wohlstand weiter stark zu steigern und im Falle von Hongkong und Singapur zu Japan aufzuschliessen. Bemerkenswerte wirtschaftliche Erfolge erzielten auch Indonesien, Malaysia, die Philippinen und Thailand. Zwar bedeuteten die Zahlungsbilanz- und Währungskrisen, die sich im Anschluss an die Abwertung der thailändischen Währung im Sommer 1997 auf die gesamte Region ausbreiteten, einen herben Rückschlag, doch vermochten die betroffenen Länder diese Schwierigkeiten rasch zu überwinden. Charakteristisch für den wirtschaftlichen Erfolg vieler asiatischer Volkswirtschaften war die zentrale Rolle, die der Exportindustrie und der durch eine hohe Sparquote gestützten starken Investitionstätigkeit zukam. Im Zuge dieser Entwicklung stieg die Arbeitsproduktivität – ausgehend von einem tiefen Niveau – rasch an, während das Wachstum der Gesamtfaktorproduktivität sich kaum von jenem in den Industrieländern unterschied.⁹

Spektakulär war der Aufstieg Chinas, das Mitte der 1970er Jahre durch eine staatlich gelenkte Planwirtschaft mit einem dominierenden Agrarsek-

9 Young (1995).

tor und sinkender Leistungskraft geprägt war. Im Jahre 1978 leitete die kommunistische Führung unter Deng Xiaoping einen marktwirtschaftlich orientierten Reformprozess ein, der ein kräftiges Wirtschaftswachstum – verbunden mit einem tief greifenden Strukturwandel – auslöste. Als erstes erfolgte eine umfassende Deregulierung der Landwirtschaft. Später wurde die Gründung privater Unternehmen ermöglicht, der Aussenhandel liberalisiert und die Ansiedlung ausländischer Unternehmen in den Küstenregionen gefördert. Im Jahre 2001 unterstrich die chinesische Regierung durch den Beitritt des Landes zur WTO ihren Willen, den ökonomischen Reform- und Öffnungskurs fortzusetzen. China avancierte zur zweitgrössten Volkswirtschaft nach den USA und zu einem der weltweit bedeutendsten Produktionszentren von Industriegütern. Damit einher ging ein starker Anstieg des realen BIP pro Kopf, das von 1980 bis 2005 um durchschnittlich 6,4% pro Jahr wuchs.

Etwas im Schatten Chinas erlebte auch Indien – das nach China bevölkerungsreichste Land – einen eindrucklichen wirtschaftlichen Aufstieg. Ähnlich wie die meisten Entwicklungsländer hatte Indien zuerst lange Zeit auf staatliche Wirtschaftsplanung und Importsubstitution gesetzt. Als die indische Regierung in den späten 1980er Jahren einen Reform- und Öffnungsprozess in die Wege leitete, hatte das Land den Vorsprung, den es gemessen am BIP pro Kopf gegenüber China bis dahin ausgewiesen hatte, eingebüsst. Die neue Politik begann rasch zu greifen. Zwischen 1990 und 2005 stieg das reale BIP Indiens pro Kopf um durchschnittlich 3,7% pro Jahr. Den wichtigsten Wachstumsbeitrag leistete dabei der Dienstleistungssektor. Wie kaum eine zweite aufstrebende Volkswirtschaft entwickelte sich Indien zu einem der bedeutendsten Anbieter von IT-Dienstleistungen.

Ebenso eindrucklich wie in Asien war der Wandel im Osten Europas. Entscheidend waren dabei die Veränderungen, die unter der Führung von KPdSU-Generalsekretär Michail Gorbatschow herbeigeführt wurden, um die jahrzehntelange Stagnation der sowjetischen Wirtschaft und Gesellschaft zu überwinden. Aussenpolitisch wurde der Kalte Krieg durch die beiden umfassenden Abrüstungsverträge mit den USA (1987 bzw. 1989) beendet, und innenpolitisch wurde mit Glasnost (Öffnung) und Perestroika (Umbau) ein Modernisierungsprogramm in die Wege geleitet. Der Versuch Gorbatschows, das Wirtschaftssystem zu reformieren, scheiterte zwar, doch schuf die Einräumung politischer Freiheiten die Basis für die weit gehend friedliche Ablösung der kommunistischen Regimes in den mittel- und osteuropäischen Ländern (1989) und für die Auflösung der Sowjetunion in 15 unabhängige Republiken (1991).

In der Folge wurden in Russland unter Präsident Boris Jelzin innert kurzer Zeit die Staatsbetriebe privatisiert und ein marktwirtschaftliches System eingeführt. Als unmittelbare Folge dieser radikalen Umstellung brach die Produktion ein, während die Inflation in die Höhe schnellte. Unrentable Firmen schlossen oder entliessen den Grossteil der Belegschaft. Erst in der zweiten Hälfte der 1990er Jahre begann die Produktion wieder zu steigen. Als drittgrösster Erdölexporteur und rohstoffreiches Land profitierte Russland ab 1998 stark von den anziehenden Rohstoffpreisen. Bis zuletzt lag das reale BIP indessen noch unter dem Stand der späten 1980er Jahre. Dies gilt auch für die anderen Nachfolgestaaten der Sowjetunion mit Ausnahme der drei baltischen Länder Estland, Lettland und Litauen.

Schneller verbesserte sich die Lage in den mitteleuropäischen Ländern. Der nach 1989 unverzüglich eingeleitete Reformprozess begann nach einer schwierigen Übergangszeit, ab 1991 Früchte zu tragen. Die Arbeitsproduktivität stieg, der Handel mit Westeuropa expandierte, und Mitteleuropa wurde zu einem gefragten Standort für westliche Unternehmen. Zwischen 1995 und 2005 wuchs das durchschnittliche reale BIP pro Kopf mehr als doppelt so stark wie in der EU-15. Im Mai 2004 traten Polen, die Slowakei, Tschechien und Ungarn sowie die drei baltischen Staaten und – als erstes Land des ehemaligen Jugoslawien – Slowenien der EU bei.

Ein im Vergleich zur Weltwirtschaft deutlich unterdurchschnittliches Wachstum wies Lateinamerika auf. Im Durchschnitt der Jahre von 1980 bis 2005 stieg das reale BIP dieser Region pro Kopf lediglich um 0,2%, wobei dieses schlechte Ergebnis zu einem erheblichen Teil auf den ausgeprägten BIP-Rückgang von insgesamt über 7% in den 1980er Jahren zurückzuführen ist. Anders als die aufstrebenden Länder Asiens wuchsen die meisten Volkswirtschaften Lateinamerikas damit deutlich schwächer als im Zeitraum 1950 bis 1980. Die Ursachen dieser enttäuschenden Entwicklung lagen in der hartnäckigen wirtschaftspolitischen Instabilität, die sich in hohen Inflationsraten, einer wachsenden Staatsverschuldung sowie wiederkehrenden Zahlungsbilanz- und Währungskrisen widerspiegelte. Erstmals traten die Probleme im Jahre 1982 zu Tage, als die Länder, die sich in den 1970er Jahren gegenüber den internationalen Banken stark verschuldet hatten, vor dem Hintergrund steigender Dollarzinsen in Zahlungsschwierigkeiten gerieten. Neben Mittel- und Osteuropa waren die drei grossen lateinamerikanischen Länder Argentinien, Brasilien und Mexiko besonders betroffen. Nach fast einem Jahrzehnt gravierender wirtschaftlicher und finanzieller Schwierigkeiten leiteten viele Länder Ende der 1980er und Anfang der 1990er Jahre tief greifende Reformen ein. Diese umfassten nicht nur die unter der Ägide des

IWF durchgeführten Stabilisierungsprogramme zur Beseitigung der makroökonomischen Ungleichgewichte, sondern auch Massnahmen zur Stärkung des Wettbewerbs und der Marktwirtschaft. Allerdings kam es immer wieder zu empfindlichen Rückschlägen. Dazu gehören die mexikanische Währungs- und Bankenkrise von Ende 1994 oder die schwere argentinische Währungs- und Bankenkrise von 2001. Diese Krisen zogen immer wieder auch andere Länder der Region in Mitleidenschaft. Die Wachstumserfolge der lateinamerikanischen Länder sind deshalb deutlich hinter jenen der aufstrebenden Volkswirtschaften in den anderen Regionen zurückgeblieben. Eine Ausnahme stellt Chile dar, dessen Wirtschaftswachstum infolge früh und umfassend vorgenommener Wirtschaftsreformen bereits seit den 1980er Jahren beträchtlich zugenommen hat.

Die ärmste Weltregion blieb der afrikanische Kontinent. Während die afrikanischen Mittelmeerländer ihren Wohlstand zu steigern vermochten, fielen die Länder südlich der Sahara zurück. Viele dieser Länder sind stark vom Export eines einzelnen Rohprodukts abhängig und litten deshalb in den 1980er Jahren besonders stark unter den fallenden Rohstoffpreisen. Als zusätzliche Belastung kamen bewaffnete Konflikte, politische Instabilität und die rasche Ausbreitung der Immunkrankheit Aids hinzu. In den 1980er Jahren und in der ersten Hälfte der 1990er Jahre verringerte sich das reale BIP der Länder südlich der Sahara pro Kopf um 1% bis 2% pro Jahr. Ab Mitte der 1990er Jahre hellte sich die Wirtschaftslage etwas auf, so dass das durchschnittliche Wirtschaftswachstum erstmals seit langem wieder über dem Bevölkerungswachstum lag. Verschiedene Länder profitierten dabei vom Anstieg der Preise für Erdöl und andere Rohstoffe. Positiv zu Buche schlugen auch die vielerorts eingeleiteten Strukturreformen. Die für ein nachhaltiges Wachstum notwendige Steigerung der Investitionstätigkeit ist jedoch weit unter dem Durchschnitt anderer Regionen geblieben. Afrika rückte deshalb wieder vermehrt ins Zentrum der internationalen Entwicklungspolitik. Im Jahre 2005 beschlossen die Geberländer grundsätzlich, die Schulden von 38 armen Ländern in Höhe von rund 55 Mrd. US-Dollar gegenüber IWF, Weltbank und Afrikanischer Entwicklungsbank zu streichen. Von dieser Massnahme profitierten mehrheitlich afrikanische Länder.

3.4 Geldpolitik und Inflationstrends

Eine der markantesten makroökonomischen Veränderungen im ausgehenden 20. Jahrhundert war der starke Rückgang der Inflation. Die Inflationswelle, die in den 1960er Jahren ihren Anfang genommen und in den 1970er Jahren stark zugelegt hatte, verebbte in den 1990er Jahren. Diese Ent-

wicklung beschränkte sich nicht auf die Industrieländer. Ebenso eindrücklich war der Rückgang der Inflation in den aufstrebenden Volkswirtschaften und den Entwicklungsländern, wo das Inflationsproblem zuvor in vielen Fällen drastische Ausmasse angenommen hatte.

In der Gruppe der grossen Industrieländer stiegen die Konsumentenpreise zwischen 1975 und 1985 im Durchschnitt um 8,8% pro Jahr. In den folgenden zwei Dezennien sank die durchschnittliche Jahresrate zunächst auf 3,3% (1985–1995) und dann auf 1,9% (1995–2005).¹⁰ Parallel dazu verringerten sich auch die Inflationsunterschiede zwischen den einzelnen Ländern. 1980 hatten die meisten grossen Industrieländer zweistellige Inflationsraten von bis zu 22% (Italien) aufgewiesen. Lediglich in Deutschland und Japan hatte die Inflationsrate unter 10% gelegen. 25 Jahre später waren die Inflationsraten deutlich zusammengerückt. Bei einem Durchschnitt von 2,0% beliefen sich die Extremwerte der grossen Industrieländer auf 2,7% (USA) und –0,2% (Japan).

In der übrigen Welt verlief die Entwicklung weniger einheitlich. Den meisten asiatischen Ländern gelang es bereits in den 1980er Jahren, die Inflation auf einem moderaten Niveau zu halten. In Lateinamerika und im Anschluss an die Preisliberalisierung auch in den ehemaligen Staatshandelsländern zog die Inflation hingegen zunächst stark an. In einigen Ländern kam es zu Hyperinflationen, so in Argentinien (1989/90), Bolivien (1985), Brasilien (1990–1994) und Peru (1989/90) sowie in Russland (1992) und anderen Ländern der ehemaligen Sowjetunion. Im Laufe der 1990er Jahre bildeten sich die Inflationsraten allerdings auch in diesen Regionen stark zurück. Zu Beginn des neuen Jahrhunderts bewegte sich die Inflationsrate der Gruppe der aufstrebenden Volkswirtschaften und Entwicklungsländer im einstelligen Bereich, und die Inflationsunterschiede zwischen den einzelnen Ländern hatten sich deutlich verringert.

Der allgemeine Rückgang der Inflation lässt sich – gleich wie deren Anstieg in den 1960er und 1970er Jahren – mit der Geldpolitik in den grossen Industrieländern erklären. Gegen Ende der 1970er Jahre traten die von der Inflation verursachten Schäden immer deutlicher zu Tage. Das Wirtschaftswachstum liess fast überall spürbar nach, und die bis in die frühen 1970er Jahre noch vorhandene Assoziation von Inflation und wirtschaftlicher Prosperität verschwand. Mehr und mehr wurde die Wiederherstellung und Er-

10 Die Aggregation basiert auf den mit dem BIP (mit Wechselkursen zu Kaufkraftparitäten in US-Dollar umgerechnet) gewichteten Inflationsraten der sieben grossen Industrieländer. Siehe IWF (2005).

haltung der Preisstabilität als Voraussetzung für ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum gesehen. Auf dem Boden dieses neuen Konsenses konnten die Zentralbanken ihre Geldpolitik entschlossener führen und die Inflation innerhalb weniger Jahre dauerhaft senken.

Neben dem wachsenden Rückhalt, den die Inflationsbekämpfung überall fand, gab es weitere Umstände, die den Erfolg der Geldpolitik begünstigten. Zum einen führten offenere Märkte und die Eingliederung zusätzlicher Länder in die Weltwirtschaft dazu, dass sich der Wettbewerb auf den Produkte- und Faktormärkten verstärkte und die Preise flexibler wurden. Dies senkte grundsätzlich den Anreiz für die Zentralbanken, von ihrem stabilitätsorientierten Kurs abzuweichen. Dementsprechend gewann auch ihre Ankündigung, eine auf die Erhaltung der Preisstabilität gerichtete Geldpolitik führen zu wollen, an Glaubwürdigkeit.¹¹ Zum anderen bildeten sich die meisten Rohstoffpreise in den 1980er und 1990er Jahren zurück, und in einigen Ländern kam es gegen Ende der Periode zu einem Anstieg des Produktivitätswachstums. Auch dies stand in einem deutlichen Gegensatz zu den 1970er Jahren, als sich der Erdölpreis in zwei Schüben vervielfacht und die Produktivitätsentwicklung einen Bruch erlitten hatte. Für die Währungsbehörden war die Situation somit in mancher Hinsicht einfacher als in den 1970er Jahren.¹²

Um die in der Inflationsbekämpfung erzielten Erfolge zu sichern, führten in den 1990er Jahren viele Länder institutionelle Reformen durch, die in der Regel an drei Punkten ansetzten: Zunächst wurde der Auftrag der Zentralbank klarer gefasst. Anstelle einer Aufzählung von vagen oder sich konkurrierenden Zielen wurde die Erhaltung der Preisstabilität als vorrangiges Ziel festgeschrieben. Zweitens wurde die Unabhängigkeit der Zentralbank gestärkt. Dabei ging es vor allem darum, die Zentralbank gegen Pressionen von Regierung oder Parlament abzuschirmen; insbesondere wollte man verhindern, dass den Zentralbanken Ziele aufgezwungen werden konnten, die mit dem Hauptziel der Preisstabilität unvereinbar waren. Schliesslich wurde die Rechenschaftspflicht der Zentralbanken ausgebaut. Zum einen war dies das logische Gegenstück zur Stärkung ihrer Unabhängigkeit. Zum anderen hatten aber auch die Zentralbanken selber ein Interesse daran, ihre Massnahmen und Ziele möglichst transparent darzustellen. Dieses Interesse beruht darauf, dass das wirtschaftliche Verhalten der Firmen und Haushalte durch die Inflationserwartungen beeinflusst wird, so dass Transparenz über den geldpolitischen Kurs ebenso wichtig ist wie der einzelne Zinsentscheid der Zentralbank.

11 Rogoff (2003).

12 Mankiw (2002).

Der Bedarf für institutionelle Reformen war nicht in allen Ländern gleich gross. Zunächst hatte das Inflationsproblem nicht überall das gleiche Ausmass angenommen, und dementsprechend hatte auch die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik nicht in allen Ländern gleich stark gelitten. Weiter waren die institutionellen Rahmenbedingungen bezüglich Mandat und Unabhängigkeit von Land zu Land sehr unterschiedlich. Gewissermassen eine Pionierrolle nahm Neuseeland ein, das seine Reformen früher und radikaler anging als andere Länder. Vor allem aber entwarf Neuseeland eine auf numerischen Inflationszielen basierende geldpolitische Strategie, die viele Länder in den 1990er Jahren in den Grundzügen übernahmen.

Zu den gemeinsamen Grundzügen der Länder mit Inflationszielen gehört, dass sie sich in der Regel zur Erhaltung der Preisstabilität als vorrangigem Ziel der Geldpolitik verpflichteten. Dieses Hauptziel wird durch ein numerisches Inflationsziel oder dort, wo die Ausgangsinflation hoch ist, durch eine Abfolge von Inflationszielen operationell gemacht. An die Stelle eines Zwischenziels – wie etwa der Geldmenge oder des Wechselkurses – tritt häufig eine mittelfristige Inflationsprognose, die unter Ausnutzung aller verfügbaren Informationen erstellt wird. Eine wichtige Rolle spielt ausserdem die umfassende Begründung der Geldpolitik im Rahmen eines Inflationsberichts.

Zu Beginn wechselten vor allem diejenigen Industrieländer zu Inflationszielen, die mit Geldmengen- oder Wechselkurszielen gescheitert waren. Auf Neuseeland im Jahre 1989 folgte 1991 Kanada, und nach der Krise des Europäischen Währungssystems (EWS) im Jahre 1992 kamen Grossbritannien und Schweden dazu. Bis zum Ende des Jahrzehnts erweiterte sich der Kreis der Länder mit Inflationsziel stark und schloss auch aufstrebende Volkswirtschaften und Entwicklungsländer ein. Im Allgemeinen gelang es diesen Ländern, die Teuerung deutlich zu senken. Länder, die eine andere Strategie verfolgten, erzielten allerdings ähnliche Erfolge und scheinen auch keine höheren Kosten der Teuerungsbekämpfung in Form von Beschäftigungsverlusten getragen zu haben. Die Geldmengen- und Wechselkurszielstrategien, die vor dem Aufkommen der Inflationsziele das Feld beherrschten, blieben deshalb für viele Länder eine Alternative.

Im Unterschied zur Inflationszielstrategie hebt die Geldmengenstrategie einen einzelnen Indikator, nämlich die Geldmenge heraus, und verwendet ihn als Zwischenziel. Die sich daraus für die Geldpolitik ergebenden Konsequenzen waren in der Praxis allerdings oft weniger gross, als es auf den ersten Blick erscheinen mag. Dies zeigte insbesondere die Geldpolitik der Deutschen Bundesbank oder der SNB, die sich im internationalen Vergleich am längsten auf Geldmengenziele abstützten. Das vorrangige Ziel der Geldpolitik

war in beiden Ländern die Erhaltung der Preisstabilität. Beide Zentralbanken betonten zudem die mittelfristige Orientierung ihrer Politik und liessen Abweichungen von ihren Geldmengenzielen zu, wenn dies im Lichte anderer Indikatoren als richtig erschien.

In Deutschland bildeten Geldmengenziele von 1975 bis 1998 den Kern des geldpolitischen Konzepts. Dieser Zeitraum umfasst beinahe die ganze Zeit zwischen dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen im Jahre 1973 und der Abtretung der geldpolitischen Verantwortung an die Europäische Zentralbank (EZB) auf Anfang 1999. Das Konzept blieb im Laufe der Zeit weitgehend unverändert. Modifikationen betrafen Nebenaspekte, darunter die Wahl des Geldaggregats, das als Zielgrösse diente, oder die Dauer, für die das Ziel galt. Die Bundesbank hielt auch in den schwierigen Übergangsjahren nach der Wiedervereinigung Deutschlands an ihrer Geldmengenstrategie fest. Dies ist insofern bemerkenswert, als über das Anlageverhalten der Bevölkerung Ostdeutschlands nach dem Währungsumtausch erhebliche Unsicherheit herrschte. Trotz dieser Schwierigkeiten konnten die Geldmengenziele in den Jahren 1989 bis 1991 eingehalten werden.

Zu den Ländern, in denen Geldmengenziele zumindest eine Zeit lang eine wichtige Rolle spielten, zählen auch die USA. Zwar hatte die amerikanische Notenbank bereits Mitte der 1970er Jahre damit begonnen, Geldmengenziele anzukündigen, doch wurden diese häufig verfehlt und spielten eine untergeordnete Rolle. Eine Neuausrichtung erfolgte im Oktober 1979, als die amerikanische Notenbank vor dem Hintergrund stark steigender Inflationsraten ein Massnahmenpaket zur Inflationsbekämpfung beschloss, das der Kontrolle der Geldmenge ein grösseres Gewicht beimass. Dazu gehörte, dass die Geldpolitik über die quantitative Steuerung der Bankreserven statt über die Zinssteuerung umgesetzt werden sollte. Den Schritt zu einer strikteren Inflationsbekämpfung mit einem weithin sichtbaren Regimewechsel zu signalisieren, schien vor allem aus zwei Gründen sinnvoll. Zum einen war die frühere, auf die Steuerung der Zinssätze abstellende Geldpolitik durch die Inflationsentwicklung diskreditiert. Und zum anderen konnte eine stärkere Betonung der Geldaggregate helfen, die Notwendigkeit von einschneidenden Zinserhöhungen zu verdeutlichen.

Die Zahl der Länder, die Geldmengenziele in ihr geldpolitisches Konzept einbezogen, nahm im Laufe der 1980er und 1990er Jahre ab. Der Hauptgrund dafür war, dass sich die Beziehung zwischen den Geldaggregaten, der Wirtschaftsaktivität und der Inflation gelockert hatte. In den USA wurde die Stabilität der Geldnachfrage durch regulatorische Reformen und technologische Veränderungen im Bankensektor beeinträchtigt. Infolgedessen kehrte die

amerikanische Notenbank ab Mitte 1982 zur Steuerung der Federal Funds Rate zurück. Geldmengenziele oder -projektionen wurden zwar weiterhin angekündigt, doch hatten sie nicht mehr den gleichen Stellenwert wie zuvor. Eine ähnliche Entwicklung zeigte sich auch in anderen Ländern. Einige kündigten Geldmengenziele nicht nur für ein, sondern für mehrere Geldaggregate an. Andere gaben neben Geldmengenzielen Ziele für weitere Grössen, namentlich den Wechselkurs, bekannt. Die 1999 geschaffene EZB schliesslich betonte zwar die Bedeutung einer umfassenden monetären Analyse mit Schwergewicht auf der Geldmengen- und Kreditentwicklung; die monetäre Analyse bildet aber nur einen von zwei Pfeilern ihrer geldpolitischen Strategie. Der andere Pfeiler stellt eine breit angelegte Analyse der Wirtschaftsentwicklung dar.

Als Alternative zu Geldmengenzielen wurde zu Beginn der 1980er Jahre am häufigsten eine Wechselkursstrategie gewählt. Darunter fallen alle Strategien, die eine Währung, gleichgültig ob strikt oder lose, an eine andere Währung oder einen Währungskorb binden. Durch die Wechselkursbindung verzichtete das betreffende Land auf seine geldpolitische Autonomie. Dafür konnte es davon ausgehen, dass die Wechselkursschwankungen kleiner ausfallen würden. Ausserdem brachte die Wechselkursbindung für Länder mit hoher Inflation den Druck, die Inflation auf das im Ausland herrschende Niveau senken zu müssen. Eine Wechselkursbindung konnte damit auch ein Weg zur Inflationsbekämpfung sein.

Die meisten Länder, die in den 1980er und 1990er Jahren eine Wechselkursstrategie verfolgten, waren aufstrebende Volkswirtschaften und Entwicklungsländer, darunter auch grosse wie China oder Indien. Viele versuchten dabei das Problem, wonach ein Land nicht gleichzeitig eine autonome Geldpolitik führen und feste Wechselkurse sowie Kapitalmobilität haben kann, dadurch zu entschärfen, dass sie Kapitalverkehrskontrollen beibehielten. Diese verminderten tendenziell das Risiko von spekulativen Attacken. Einen definitiven Schutz boten sie aber nicht, und Währungskrisen blieben daher häufig. Einige Länder entschieden sich deshalb entweder für flexible Wechselkurse mit einem Geldmengen- oder Inflationsziel oder für eine harte Wechselkursbindung in Form eines Currency Boards oder der Übernahme einer fremden Währung (Dollarisierung).

In den Industrieländern bildete das EWS das bekannteste Beispiel einer Wechselkursstrategie. Dieses 1978 aufgrund einer deutsch-französischen Initiative geschaffene System war ein Versuch, in der EU eine Zone der Wechselkursstabilität zu schaffen. Dasselbe war zuvor mit dem europäischen Wechselkursverbund (so genannte Währungsschlange) angestrebt worden.

Im Unterschied zur Währungsschlange verpflichtete das EWS die Zentralbanken zu koordinierten Interventionen und definierte die Paritäten gegenüber der als Korbwährung konzipierten European Currency Unit (ECU) mit einer Schwankungsbreite von $\pm 2,25\%$. Die Verpflichtung zu koordinierten Interventionen sollte dafür sorgen, dass die Anpassungslast nicht allein durch die Zentralbank des Landes mit der schwachen Währung getragen werden musste. Diese Verpflichtung war jedoch begrenzt, so dass beispielsweise die Deutsche Bundesbank nicht ernsthaft Gefahr lief, ihre auf die Erhaltung der Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik aufgeben zu müssen. Wegen der grossen Inflationsunterschiede unter den Teilnehmerländern des EWS mussten die Paritäten in den ersten Jahren häufig angepasst werden. Nach der Kehrtwende der französischen Wirtschaftspolitik im Jahre 1982 beruhigte sich die Lage, und die Zinssätze und Inflationsraten näherten sich zunehmend an das tiefe Niveau in Deutschland an. In den Jahren 1992 und 1993 erschütterte jedoch eine Serie von spekulativen Attacken auf die Währungsreserven der Zentralbanken das EWS in den Grundfesten. Die Situation beruhigte sich erst, nachdem die Schwankungsbreiten von $\pm 2,25\%$ auf $\pm 15\%$ ausgedehnt worden waren. Das EWS blieb danach zwar weiter bestehen, doch hatte es nicht mehr die gleiche Funktion und Bedeutung wie vor 1992.

Die grosse EWS-Krise von 1992/93 ist ein Beispiel dafür, wie Zentralbanken durch Währungskrisen gezwungen werden können, ihre Wechselkurse freizugeben. Die Spannungen, die im September 1992 zum Eklat führten, wurden durch mehrere Faktoren begünstigt. Vor allem hatte die deutsche Wiedervereinigung dazu geführt, dass Konjunktur und Inflation in Deutschland vorübergehend anders verliefen als im übrigen Europa. Als die Bundesbank die kurzfristigen Zinssätze weiter anhub, um die Inflation im eigenen Lande in den Griff zu bekommen, stand dies im Gegensatz zu dem, was die Situation in den anderen Ländern verlangt hätte. Die Märkte begannen daran zu zweifeln, ob die betreffenden Zentralbanken über einen längeren Zeitraum bereit sein würden, die Paritäten durch eine Erhöhung ihrer Zinssätze zu verteidigen. Dazu kamen die Referendumsabstimmungen zum Vertrag zur Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (Maastricht-Vertrag), welche die Unsicherheit über die Zukunft der Währungsunion vergrösserten. Der Vertrag scheiterte im ersten Anlauf in Dänemark knapp (2. Juni 1992), worauf die Anleger auch mit einer Ablehnung im bevorstehenden Referendum in Frankreich (20. September 1992) zu rechnen begannen. Im September 1992 entluden sich die Spannungen in einer Reihe spekulativer Attacken. Am 13. September wurde die italienische Lira abgewertet, doch genügte dies nicht, um die Situation zu bereinigen. Drei Tage später sahen sich Grossbritannien

und Italien gezwungen, das EWS zu verlassen. Der Angriff auf die Parität des französischen Frankens wurde zwar mit massiven Devisenmarktinterventionen abgewehrt, doch mussten zwischen September 1992 und Mai 1993 die Währungen Irlands, Portugals und Spaniens teils mehrmals abgewertet werden. Ausserdem gaben zunächst Finnland, dann Schweden und schliesslich Norwegen die einseitige Bindung ihrer Währungen an den ECU auf.

Die Krise illustrierte die Verwundbarkeit eines Systems fester Wechselkurse unter den Bedingungen des freien Kapitalverkehrs. Die EWS-Länder, die ihre Kapitalverkehrskontrollen in den 1980er Jahre abgebaut hatten, sahen sich vor die folgende Alternative gestellt: Sie konnten die Wechselkurse frei schwanken lassen und eine autonome Geldpolitik betreiben, wie dies dann Grossbritannien, Schweden und Norwegen taten. Oder sie konnten die Währungsunion vorantreiben und dafür sorgen, dass die Wechselkurse unumstösslich fixiert blieben. Diesen Weg gingen die Länder, welche ihre Währungen Anfang 1999 zum Euro verschmolzen. In jenem Jahr wurden die Wechselkurse der Währungen von elf der damals 15 Mitgliedsländer der EU definitiv fixiert und die Verantwortung für die Geldpolitik im ganzen Währungsgebiet von den nationalen Zentralbanken an die neu geschaffene EZB übertragen. Anfang 2001 trat Griechenland als zwölfter Teilnehmer dazu. Ein Jahr später sind die Euronoten und -münzen eingeführt worden.

Literatur

- Blanchard, O. (2004), The Economic Future of Europe, *Journal of Economic Perspectives*, 18 (4), S. 3–26.
- Groningen Growth and Development Centre (2006), Groningen Growth and Development Centre and The Conference Board, Total Economy Database, <http://www.ggdc.net>.
- Harding, D. und A. Pagan (2002), Dissecting the Cycle: A Methodological Investigation, *Journal of Monetary Economics*, 49 (2), S. 365–381.
- IWF (2005), World Economic Outlook Database, <http://www.imf.org>.
- Maddison, A. (2001), *The World Economy: A Millennial Perspective*, Paris: Development Centre of the Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD).
- Mankiw, N. G. (2002), U.S. Monetary Policy during the 1990s, in: J. Frankel und P. Orszag (Hrsg.), *American Economic Policy in the 1990s*, Cambridge MA: MIT Press, S. 19–43.
- Rogoff, K. (2003), Globalization and Global Disinflation, in: *Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy*, A Symposium Sponsored by The Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole WY, S. 28–30.
- Timmer, M. P. und B. van Ark (2005), Does Information and Communication Technology Drive EU-US Productivity Growth Differentials?, *Oxford Economic Papers*, 57 (4), S. 693–716.
- Young, A. (1995), The Tyranny of Numbers: Confronting the Statistical Reality of the East Asian Growth Experience, *Quarterly Journal of Economics*, 110 (3), S. 641–680.

4 Die Geld- und Währungspolitik der Nationalbank

4.1 Wirtschaftswachstum und Strukturwandel in der Schweiz

JEAN-PIERRE JETZER UND MATHIAS ZURLINDEN

4.1.1 Einleitung

Mitte der 1970er Jahre war in der Schweizer Wirtschaft ein Wachstums- einbruch zu registrieren, der sich als eine Zäsur mit Nachwirkungen erweisen sollte. Zwar blieb die Schweiz – am Pro-Kopf-Einkommen gemessen – in der Spitzengruppe, doch fiel das Wachstum in den folgenden drei Jahrzehnten insgesamt so mässig aus, dass der Abstand zu den anderen Industrieländern schmolz. Weit gehend verloren ging auch der monetäre Stabilitätsvorsprung. Nachdem die Schweiz in den 1970er und 1980er Jahren noch deutlich tiefere Inflationsraten aufgewiesen hatte als die meisten anderen Nationen, verringerte sich die Differenz im Zuge des weltweiten Rückgangs der Inflation rasch.

Das schwache Wirtschaftswachstum bei gleichzeitiger Stabilisierung der Inflation auf tiefem Niveau verschob die wirtschaftspolitische Diskussion in den 1990er Jahren weg von stabilitäts- und hin zu strukturpolitischen Fragestellungen. Dies war allerdings keine schweizerische Besonderheit. Strukturpolitische Fragen – und damit auch die Diskussion um marktwirtschaftliche Reformen – gewannen in allen Ländern an Bedeutung. Die SNB verfolgte diese Entwicklung mit Interesse, sah sie doch die zahlreichen die schweizerischen Produkt- und Faktormärkte belastenden Wettbewerbshindernisse seit langem als einen Grund, der die Kosten der Inflationsbekämpfung in die Höhe trieb. Im Rückblick gibt es einen gewissen Konsens darüber, dass der Reformprozess in der Schweiz langsamer in Gang kam, als dies vor dem Hintergrund des sich rasch wandelnden weltwirtschaftlichen und technologischen Umfeldes wünschbar gewesen wäre. Über die gesamte Periode hinweg fand indessen auch hierzulande ein bemerkenswerter Wandel statt, der vor tiefverwurzelten wirtschaftspolitischen Traditionen nicht Halt machte.¹

Dieses Kapitel beschäftigt sich mit dem Wirtschaftswachstum und dem Strukturwandel in der Schweiz und stellt kurz einige wichtige wirtschaftspolitische Massnahmen dar. Die konjunkturelle Entwicklung wird zusammen mit dem Inflationsverlauf in Kapitel 4.2 behandelt, bevor sich die anschliessenden Kapitel der Geldpolitik der SNB zuwenden.

1 Zur Reformdebatte siehe Baltensperger (2005).

4.1.2 Wirtschaftswachstum

In den 25 Jahren von 1980 bis 2005 ist das schweizerische Bruttoinlandsprodukt (BIP) im Durchschnitt um 1,5% gewachsen. Pro Kopf der Bevölkerung stieg es im gleichen Zeitraum um 0,8% pro Jahr. Das Wachstum lag damit deutlich unter dem Durchschnitt der Industrieländer und fiel auch klar hinter jenes der Nachbarländer zurück.

Im Falle der Schweiz stellt das reale BIP allerdings nicht das beste Mass zur Bestimmung des Wohlstands dar. Selbst wenn man von anderen Indikatoren der Lebensqualität absieht, gibt es zwei Einkommensquellen, die dazu beitragen, dass das schweizerische BIP-Wachstum den Anstieg des Lebensstandards unterschätzt. Zum einen schliesst es die Nettoeinkommen aus dem Ausland aus, die wegen des hohen Auslandvermögens der Schweiz stark ins Gewicht fallen. Zum anderen haben sich die aussenwirtschaftlichen Austauschverhältnisse (Terms of Trade) der Schweiz über die letzten 25 Jahre deutlich verbessert. Dies bedeutet, dass die Schweiz für ihre Importe weniger Ressourcen aufwenden muss und wirkt sich damit ähnlich aus wie eine Produktivitätssteigerung.² Solche Korrekturen vermögen die Wachstumslücke allerdings bloss zu verringern, aber nicht zu beseitigen. Die Schweiz zählt auch nach Berücksichtigung der beiden genannten Faktoren noch zu den Industrieländern mit dem schwächsten Wirtschaftswachstum.

Die Wirtschaftsentwicklung von 1980 bis 2005 lässt sich grob in zwei Phasen unterteilen. In den 1980er Jahren wuchs die Schweizer Volkswirtschaft mit 2,2% annähernd gleich stark wie die anderen europäischen Länder. Anfang der 1990er Jahre begann indessen eine Wachstumsflaute mit deutlich tieferen Expansionsraten, so dass das durchschnittliche jährliche BIP-Wachstum zwischen 1990 und 2005 lediglich 1,1% betrug. Die Zerlegung des Wirtschaftswachstums in seine Komponenten zeigt folgendes Bild: Zurück ging vor allem der Wachstumsbeitrag des Faktors Arbeit (geleistete Arbeitsstunden). Ebenfalls rückläufig, wenn auch weniger stark, war der Wachstumsbeitrag des Faktors Kapital. Kaum veränderte sich demgegenüber das Wachstum der Totalfaktorproduktivität, das den Beitrag des technischen Fortschritts widerspiegelt.³

Der abnehmende Wachstumsbeitrag des Faktors Arbeit ergibt sich daraus, dass die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden, die zwischen 1980 und 1990 noch gestiegen war, in der Periode 1990 bis 2005 sank. Dieser Rückgang mag überraschen, erhöhte sich doch die Zahl der Bevölkerung und der im Erwerbs-

2 Kohli (2004).

3 Fox und Zurlinden (2006).

tätigenalter stehenden Personen in dieser Phase. Auch die Erwerbsquote, d. h. der Anteil der Erwerbspersonen (Beschäftigte und Arbeitslose) stieg. In die Gegenrichtung wirkte indessen die deutliche Abnahme der durchschnittlichen Arbeitszeit der Beschäftigten, wozu nicht nur der steigende Anteil der Teilzeitarbeit, sondern auch die tieferen Arbeitszeiten der Vollzeit arbeitenden Personen beitrugen. Zugenommen hat schliesslich auch die Arbeitslosenquote, die im internationalen Vergleich indessen moderat blieb.

Die Gründe für die Wachstumsflaute der 1990er Jahre blieben umstritten. Zunächst wurde das geringe Wachstum als konjunkturelles Phänomen wahrgenommen und auf das schwache Wirtschaftswachstum im Ausland sowie die restriktive Geldpolitik der SNB zurückgeführt. Je länger die Flaute dauerte, desto mehr setzte sich indessen die Auffassung durch, dass solche Faktoren, von welchen nur eine temporäre Wirkung zu erwarten war, als Erklärung nicht ausreichen. In den letzten Jahren fanden deshalb vermehrt Faktoren Beachtung, welche an den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen anknüpfen. Dazu zählen insbesondere sozialpolitische Massnahmen mit einem negativen Anreiz auf das Arbeitsangebot, die steigende Belastung durch Steuern oder Gebühren sowie Wettbewerbsbeschränkungen.⁴

4.1.3 Strukturwandel

Trotz des bescheidenen Wirtschaftswachstums durchlief die Schweiz in dieser Periode einen ausgeprägten Strukturwandel. Zunächst setzte sich der langfristige Trend von der Industrie- zur Dienstleistungswirtschaft fort. Im Jahre 1980 waren 55% der Erwerbstätigen im Dienstleistungssektor, 38% im Industriesektor und die restlichen 7% vor allem in der Landwirtschaft beschäftigt. 25 Jahre später betrug die entsprechenden Anteile 73%, 24% und 4%. Alle wichtigen Industriezweige haben dabei ihre Beschäftigung abgebaut. Dennoch nahm die Industrieproduktion zu, was einen deutlichen Anstieg der Arbeitsproduktivität widerspiegelt. Vereinzelt sank die Beschäftigung zwar auch im Dienstleistungsbereich, so zum Beispiel im Gastgewerbe. In den meisten Branchen des tertiären Sektors stieg sie jedoch an, vor allem im Gesundheitswesen, im Unterrichtswesen und in den unternehmensnahen Dienstleistungen (u. a. Informatik). Auch bei den Banken nahm die Beschäftigung deutlich zu, doch kam diese Entwicklung am Ende der 1990er Jahre ins Stocken; nach 2000 bauten die Banken ihren Personalbestand wieder ab.

4 Siehe Kohli (2005) für eine Liste möglicher Einflussfaktoren.

Den Wandel in Richtung Dienstleistungsgesellschaft teilt die Schweiz mit den anderen reifen Industrieländern. Dasselbe gilt auch für die wachsende internationale Verflechtung der Schweizer Volkswirtschaft. Als kleines Land hatte die Schweiz im Verhältnis zum BIP seit je hohe Einfuhren und Ausfuhren. Bei den Waren betrug der Anteil des aus Importen und Exporten gebildeten Durchschnitts am BIP im Jahre 1980 30%; bis 2005 stieg er auf 34%. Bei den Dienstleistungen war auf tieferem Niveau ein noch kräftigerer Anstieg zu verzeichnen. In diesen Zahlen kommt die verstärkte internationale Arbeitsteilung zum Ausdruck, eine Folge wiederum der tieferen Transport- und Informationskosten. Dazu kam die Öffnung der Märkte, die zu einer starken Ausweitung des Aussenhandels mit Ländern insbesondere Osteuropas und Südasiens führte. Eine deutliche Zunahme wies auch das Auslandsvermögen auf. Darin widerspiegeln sich die hohen Überschüsse in der Leistungsbilanz. Die Schweiz sparte mit anderen Worten deutlich mehr, als sie im eigenen Land investierte, und legte den Überschuss in Form von Direkt- und Portfolioinvestitionen im Ausland an. Die regelmässig hohen Leistungsbilanzüberschüsse blieben im internationalen Vergleich ein Merkmal der Schweizer Volkswirtschaft.

Markante Verschiebungen gab es auch auf Unternehmensebene. Der Dienstleistungssektor weist traditionell geringere durchschnittliche Betriebsgrößen auf als der Industriesektor. Mit dem Wandel in Richtung Dienstleistungsgesellschaft nahm deshalb die Anzahl Betriebe stark zu, und die durchschnittliche Betriebsgrösse verringerte sich. Bei den grossen, zumeist stark international ausgerichteten Unternehmen fanden tief greifende Umstrukturierungen statt. Dies widerspiegelt sich unter anderem in der Zusammensetzung des 1988 geschaffenen Swiss Market Index (SMI), der die Entwicklung der Aktienkurse der grössten schweizerischen Kapitalgesellschaften zusammenfasst. Die meisten Veränderungen waren die Folge von Fusionen und Übernahmen. So schlossen sich die SMI-Unternehmen Ciba-Geigy und Sandoz 1996 zu Novartis zusammen. Zwei Jahre später folgten die Schweizerische Bankgesellschaft und der Schweizerische Bankverein, die zusammen die UBS bildeten. Weitere SMI-Unternehmen fusionierten mit grossen ausländischen Firmen, so die BBC, die sich 1988 mit der schwedischen ASEA zur ABB zusammenschloss, oder die Adia, die 1996 mit der französischen Ecco die Adecco bildete. Aus dem SMI verschwunden sind weiter die Winterthur-Versicherung, die Schweizerische Volksbank, Elektrowatt und Jacobs Suchard. Die ersten beiden Firmen wurden von der Schweizerischen Kreditanstalt (später Credit Suisse Group) übernommen, während die beiden anderen von Siemens bzw. Philip Morris erworben wurden. Zu den Unternehmen, welche

die Abgänge im SMI ersetzen, gehören umgekehrt verschiedene Firmen, die von Grosskonzernen abgespalten und neu an die Börse gebracht wurden: Syngenta (2000; Spin-off von Novartis und AstraZeneca), Givaudan (2000; Spin-off von Roche), Ciba SC (1997; Spin-off von Novartis) und Lonza (1999; Spin-off von Algroup). Ausserdem fanden verschiedene Unternehmen, deren Börsenwert in den 1990er Jahren stark gestiegen war, neu in den SMI Eingang, darunter vor allem solche aus den Sektoren Technologie (Kudelski, Serono, Synthes-Stratec), Luxusgüter (Richemont, Swatch) und Finanzdienstleistungen (Bâloise, Julius Bär).

Es spricht für die Flexibilität des Schweizer Arbeitsmarktes, dass sich der ausgeprägte Strukturwandel zulasten des Industriesektors und der Landwirtschaft ohne einen stärkeren Anstieg der Arbeitslosigkeit vollzog. Zwar erhöhte sich die Arbeitslosenquote in der Rezession Anfang der 1990er Jahre sprunghaft und erreichte bis zuletzt nie mehr die früheren Tiefstände, doch waren dafür vor allem veränderte gesetzliche Rahmenbedingungen verantwortlich. Die tiefe Arbeitslosigkeit der 1970er und 1980er Jahre war zum grossen Teil das Ergebnis einer im Konjunkturverlauf stark schwankenden Erwerbsquote gewesen. Vor allem Frauen, die viel zur hohen Erwerbs- und Teilzeitarbeitsquote der Schweiz beitragen, traten in Rezessionsjahren jeweils aus dem Erwerbsleben aus, und Ausländer, die bereits damals bis zu einem Viertel der Beschäftigten ausmachten, kehrten in ihre Heimatländer zurück. Dies hat sich jedoch über die Jahre verändert, wobei vor allem der Ausbau der Arbeitslosenversicherung (namentlich die Ausdehnung der Bezugsdauer) sowie die Verbesserung des Status der ausländischen Arbeitnehmer ins Gewicht fielen. Anders als in den 1970er Jahren waren die ausländischen Arbeitnehmer in den 1990er Jahren in der Regel nicht mehr Saisoniers oder Jahresaufenthalter, sondern verfügten über die Niederlassungsbewilligung und waren damit den schweizerischen Arbeitnehmern am Arbeitsmarkt gleichgestellt. Daraus ergab sich eine höhere strukturelle Arbeitslosigkeit.

4.1.4 Staat und Wirtschaftspolitik

Die Diskussion über marktwirtschaftliche Reformen, die vor allem in den angelsächsischen Ländern bereits in den 1980er Jahren gründlich geführt wurde, begann in der Schweiz mit einiger Verspätung und trug nur langsam Früchte. Dazu dürften zwei Gründe beigetragen haben. Zum einen erfreute sich die Schweiz eines hohen Wohlstandes, so dass Veränderungen lange Zeit als wenig dringlich eingestuft wurden. Zum anderen wirkten Föderalismus und die direkte Demokratie raschen wirtschaftspolitischen Veränderungen entgegen. Vergleiche mit anderen Ländern zeigten, dass das schwache schwei-

zerische Wirtschaftswachstum ebenso wie das hohe Preisniveau nicht allein mit dem hohen Lebensstandard der Schweiz erklärt werden können. Vielmehr liessen sie auf mangelnden Wettbewerb schliessen. Die Schweiz verfügte zwar über eine wettbewerbsfähige Exportwirtschaft, die sich auf den Weltmärkten zu behaupten wusste. Daneben existierte aber eine das Gewerbe, die Landwirtschaft und den Staatssektor umfassende Binnenwirtschaft, die von vielen Wettbewerbshemmnissen durchzogen war. Die Beseitigung von Wettbewerbsbeschränkungen versprach daher, die Volkswirtschaft effizienter zu machen, Preissenkungen zu erreichen und das Wirtschaftswachstum zu stimulieren.⁵

Zu Beginn der 1990er Jahre legten die meisten Befürworter marktwirtschaftlicher Reformen in der Schweiz ihre Hoffnungen auf den Europäischen Wirtschaftsraum (EWR). Dieses zwischen der Europäischen Gemeinschaft (EG) und den Ländern der Europäischen Freihandelsassoziation (EFTA) ausgehandelte Vertragswerk sollte den europäischen Binnenmarkt auf die EFTA-Länder ausdehnen. Im Gegenzug waren die EFTA-Länder bereit, das EG-Recht weit gehend zu übernehmen. Da der europäische Binnenmarkt auf der Gewährleistung des freien Verkehrs von Gütern, Kapital und Personen beruhte, versprach der EWR für die Schweiz auf vielen Gebieten substanzielle Reformen. In der Volksabstimmung vom 6. Dezember 1992 scheiterte der EWR indessen knapp. Die Schweizer Wirtschaftspolitik sah sich damit gezwungen, die Öffnung des schweizerischen Binnenmarktes durch interne Massnahmen vorzunehmen.

Anfang 1993 legte der Bundesrat sein weiteres Vorgehen fest, das drei Elemente aufwies. Erstens wurde ein Teil von «Eurolex», d. h. der mit Blick auf eine Annahme des EWR vorbereiteten Gesetzesänderungen, in «Swisslex» umbenannt, dem Parlament vorgelegt und umgehend in Kraft gesetzt. Der Bundesrat betrachtete diesen Schritt vor allem als Voraussetzung, um mit der Europäischen Union (EU) bilaterale Verhandlungen aufnehmen zu können. Zweitens unterbreitete er Vorschläge zur marktwirtschaftlichen Erneuerung, welche die Abschottung der inländischen Märkte bekämpfen, Wettbewerbshindernisse abbauen und den Wirtschaftsstandort Schweiz stärken sollten (Revitalisierungsprogramm). Dieses Programm umfasste unter anderem die Totalrevision des Kartellgesetzes, die Schaffung des Bundesgesetzes über den Binnenmarkt und den Erlass des Bundesgesetzes über

5 Siehe die jährlichen Länderberichte der OECD und den Wachstumsbericht des Staatssekretariats für Wirtschaft *seco*: Eidg. Volkswirtschaftsdepartement (2002). Siehe Nicoletti, Scarpetta und Boylaud (1999) für einen Vergleich von Sammelindikatoren der Regulierung in den OECD-Ländern.

technische Handelshemmnisse, die 1996 in Kraft traten. Das Binnenmarktgesetz wandte sich gegen öffentlich-rechtliche Marktzugangsbeschränkungen (Abschaffung von Wettbewerbsbeschränkungen im Submissionswesen, gegenseitige Anerkennung von Diplomen) und ergänzte damit das Kartellgesetz, das gegen private Wettbewerbsbeschränkungen gerichtet ist.⁶ Das dritte Element der bundesrätlichen Strategie bildete die Aufnahme von sektorspezifischen Verhandlungen mit der EU. Aus diesen Verhandlungen resultierten zwei Pakete von bilateralen Abkommen, die ein weites Feld von Themen abdecken. Von besonderer Bedeutung sind die schrittweise Einführung der Personenfreizügigkeit sowie das System einer grenzüberschreitenden Zinsbesteuerung. In den Jahren 2000 und 2005 nahm das Schweizer Volk alle Vorlagen zu den bilateralen Verträgen, gegen die das Referendum ergriffen worden war, klar an.

Andere Felder, auf denen marktwirtschaftliche Reformen in Gang kamen, waren die Landwirtschaft und die staatlichen Netzwerkbetriebe. In der Landwirtschaftspolitik wurden in den 1990er Jahren die staatlichen Mengen- und Preisgarantien abgeschafft und der sich daraus ergebende Einkommensausfall teilweise durch eine Anhebung der Direktzahlungen ausgeglichen. Bei den Netzwerkbetrieben standen die Telekommunikation und der Strommarkt im Vordergrund. Der Marktzugang in der Telekommunikation wurde ab 1998 schrittweise liberalisiert. Eine ähnliche Liberalisierung war auch für den Strommarkt vorgesehen, doch scheiterte die entsprechende Vorlage im Jahre 2002 in der Volksabstimmung. Langsamer kam die Deregulierung bei den Eisenbahnen und der Post in Gang, doch wurden auch diese Betriebe verstärkt dazu angehalten, sich am Markt zu orientieren. Im Unterschied zu vielen anderen Ländern blieben in der Schweiz die grossen Netzwerkbetriebe unter staatlicher Kontrolle. Nach der Aufspaltung der PTT in getrennte Unternehmen für Post und Telekommunikation wurde der Bund Mehrheitsaktionär der 1998 an die Börse gebrachten Swisscom. Die SBB und die Post wurden nicht privatisiert, sondern blieben im Eigentum des Bundes, während die Elektrizitätsgesellschaften in der Regel nach wie vor den Kantonen und Gemeinden gehörten.

Zu den Stärken der Schweizer Volkswirtschaft hatte lange Zeit die tiefe Staatsquote gehört, die als Anteil der Staatsausgaben am BIP gemessen wird. Sie lag zwar in den 1990er Jahren weiterhin tiefer als im Durchschnitt der Industrieländer, doch verringerte sich der Abstand deutlich. Im Unterschied

6 Beide Gesetze erfüllten die Erwartungen nicht. Das Kartellgesetz wurde 2004, das Binnenmarktgesetz 2006 verschärft.

zu anderen Ländern, die in dieser Periode einen Rückgang oder doch zumindest eine Stabilisierung der Staatsquote erzielten, stieg diese in der Schweiz weiter an. Beunruhigend war auch die Zusammensetzung des Ausgabenwachstums, da vor allem die Beiträge an die Sozialversicherungen wuchsen, während die Anteile der das Wirtschaftswachstum fördernden Investitionen und Bildungsausgaben schrumpften.⁷

Auf der Einnahmenseite stieg die Fiskalquote (Anteil des Steueraufkommens am BIP) in den 1990er Jahren deutlich an. Wie die Staatsquote lag sie zwar bis zuletzt unter dem Durchschnitt der Industrieländer, doch schmolz die Differenz rapide dahin. Unter den Veränderungen im Steuersystem ist vor allem der Wechsel von der Warenumsatzsteuer zur Mehrwertsteuer bemerkenswert (1995), nachdem ähnliche Vorlagen zuvor dreimal vom Schweizer Volk abgelehnt worden waren (1977, 1979 und 1991). Da die Mehrwertsteuer neben den Waren auch die Dienstleistungen erfasst, verbreiterte sich mit ihrer Einführung die Steuerbasis. Ausserdem konnte die mit der Warenumsatzsteuer verbundene Doppelbesteuerung der Investitionen beseitigt werden. Von den anderen Steuern wurde insbesondere die Stempelsteuer, die auf Wertpapiertransaktionen und bestimmten Versicherungsprämien erhoben wird, wiederholt revidiert. Dies geschah, um eine weitere Abwanderung der besteuerten Geschäfte ins Ausland zu verhindern. Ganz abgeschafft wurde die Stempelsteuer jedoch nicht.

Trotz des Anstiegs der Fiskalquote hielten die Einnahmen mit dem Ausgabenwachstum nicht Schritt, so dass die Staatsschulden rasant angestiegen sind. Dafür verantwortlich waren in erster Linie der Bund und die Kantone, während die Gemeinden ihre Finanzen besser im Griff hatten. Um das Wachstum der Schulden einzudämmen, führten der Bund und mehrere Kantone institutionelle Mechanismen zur Haushaltsteuerung ein. Ein bedeutender Schritt war die 2001 auf Verfassungsebene verankerte Schuldenbremse des Bundes. Diese verlangt, dass der Höchstbetrag der Ausgaben an die geschätzte Höhe der konjunkturbereinigten Einnahmen gebunden wird. Damit soll erreicht werden, dass die Defizite in den Rezessionsphasen durch entsprechende Überschüsse in den Aufschwungsphasen ausgeglichen werden. Die Schuldenbremse ist damit so ausgestaltet, dass sie einem (passiven) Beitrag der Finanzpolitik zur Stabilisierung der Konjunktur nicht im Wege steht.

7 Kommission für Konjunkturfragen (2004), Kapitel 3: Die langfristige Entwicklung der Bundesfinanzen.

4.2 Die konjunkturelle Entwicklung

ANNE KLEINWEFERS LEHNER

Die im Kapitel 4.1 beschriebenen strukturellen Umwälzungen und Anpassungsprozesse waren von drei Konjunkturzyklen überlagert. Der erste war klassisch und umfasst im Wesentlichen die 1980er Jahre: Auf eine schwache Rezession zu Beginn des Jahrzehnts folgte eine lange Aufschwungsphase, die in einer konjunkturellen Überhitzung mit hohen Inflationsraten kulminierte. Die auf die Bekämpfung der Inflation ausgerichtete restriktive Geldpolitik beendete schliesslich diesen Zyklus.

Der zweite Zyklus, in den 1990er Jahren, zeichnete sich hingegen durch einen in vieler Hinsicht ungewöhnlichen Verlauf aus. Er begann mit einer langen, sechs Jahre anhaltenden Schwächeperiode, die tiefe Spuren am Arbeitsmarkt und bei den öffentlichen Finanzen hinterliess. Die Schweiz bekundete danach Mühe, zu hohen Wachstumsraten wie in den 1980er Jahren zurückzufinden. Im Gegensatz zu jener Zeit blieb die Inflation während der kurzen Phase der Hochkonjunktur um die Jahrhundertwende jedoch niedrig. Das Ende dieses Zyklus war denn auch weniger auf eine restriktive Geldpolitik zurückzuführen als auf eine schwächere Auslandsnachfrage und schliesslich auf die wirtschaftlichen Folgen der Ereignisse vom 11. September 2001, so dass das Jahr 2002 als Anfang eines dritten Zyklus betrachtet werden kann.

4.2.1 Erster Zyklus: 1982 bis 1990

Die schweizerische Konjunktur glitt 1982 in eine milde Rezession, nachdem die vorangegangene fünfjährige Phase des Aufschwungs sich zunächst verlangsamt hatte. Die wirtschaftliche Schwächephase fiel allerdings deutlich weniger markant aus als der zuletzt verzeichnete Einbruch der Jahre 1974 bis 1976.⁸ Von der Rezession betroffen waren von 1982 an sowohl die Binnen- wie auch die Exportnachfrage. Nach der starken Liquiditätsausweitung Ende der 1970er Jahre war die SNB 1980 zu einer restriktiven Geldpolitik übergegangen. Unter dem Einfluss steigender Zinsen bildeten sich darauf die Investitionen zurück, und die vormals dynamische Baukonjunktur kam zum Erliegen. Gleichzeitig führte die weltweite Konjunkturschwäche zu einem Rückgang der schweizerischen Exporte.

Mitte 1983 war diese Rezession überwunden. Der Rückgang der Inflation von 5,6% auf knapp 3% ermöglichte eine Lockerung der Geldpolitik. Ebenfalls stimulierend wirkte das finanzpolitische Impulsprogramm des Bundes,

8 Für einen Vergleich der beiden Rezessionen siehe beispielsweise OECD (1985), S. 8 ff.

welches vor allem der Bauwirtschaft zugute kam. Neben dem Bau zogen auch die Ausrüstungsinvestitionen kräftig an. Der Aufschwung ging somit von der Binnennachfrage aus, während die Exporte vorerst noch seitwärts tendierten. Mit dem Anziehen der internationalen Konjunktur und gestützt durch den starken US-Dollar stiegen die Ausfuhren in den beiden Folgejahren dynamisch an. Bei gleichzeitig kräftiger Inlandsnachfrage herrschte 1985 bereits wieder Hochkonjunktur.

In den Jahren 1986/87 erlitten die schweizerischen Exporte infolge der Abschwächung des Dollar einen deutlichen Dämpfer. Nachdem die amerikanische Währung seit 1980 eine permanente Aufwertung erfahren hatte, setzte im Frühling 1985 eine massive Gegenbewegung ein. Dank robuster Binnennachfrage verzeichnete die Schweiz 1986/87 jedoch lediglich eine Wachstumsabschwächung. Nach dem starken Wachstum der Jahre 1984/85 waren die Produktionskapazitäten nahezu ausgeschöpft, was die Unternehmen zu einer dynamischen Investitionstätigkeit veranlasste. Sowohl die Ausrüstungsinvestitionen als auch der gewerblich-industrielle Bau wuchsen kräftig. Der Konsum entwickelte sich dank steigender Beschäftigung und zunehmender Realeinkommen vorerst noch robust.

Anfang 1987 zeigte die Binnennachfrage erste Ermüdungserscheinungen, und die Exporte blieben schwach. Der Dollar setzte seinen Sinkflug fort, was die Notenbanken zu Stützungskäufen veranlasste. Auch die SNB beteiligte sich daran und senkte zusätzlich ihren Diskont- und Lombardsatz. Die Unsicherheit über den Konjunkturverlauf und die Unruhe an den Devisenmärkten führten im Oktober 1987 zu einem Kurssturz an der New Yorker Börse. Infolge der engen Verflechtung der internationalen Finanzmärkte übertrug sich die Verkaufswelle rasch auf sämtliche Aktienbörsen. Die Währungsbehörden reagierten weltweit mit einer massiven Ausdehnung der Liquidität. Auch die SNB stellte dem Bankensystem zusätzliche Liquidität zur Verfügung und senkte abermals ihre Zinsen.

Ende 1987 präsentierten sich die konjunkturellen Aussichten somit äusserst unsicher. Der Dollar tendierte immer noch schwächer, und das Vertrauen von Investoren und Konsumenten hatte durch den Börsenkrach Schaden gelitten. Entgegen den Erwartungen zahlreicher Beobachter glitt die Wirtschaft jedoch nicht in eine Rezession ab, sondern erholte sich rasch und kräftig.⁹ Stimuliert durch die tiefen Zinsen und angesichts ausgelasteter Produktionskapazitäten zog die Investitionstätigkeit wieder an. Auch die Exporte entwickelten sich dank steigender Auslandsnachfrage und schwachem

9 OECD (1989), S. 9 ff.

Franken positiv. Dem Konsum schliesslich kam der deutliche Anstieg der Beschäftigung zugute. Die kräftige Erholung der Wirtschaft veranlasste die SNB, ihre früheren Zinssenkungen wieder rückgängig zu machen.

Die bereits voll ausgelastete Wirtschaft wurde durch die Geldpolitik jedoch nur ungenügend gebremst¹⁰: Nach einer langen Aufschwungsphase stiess die Wirtschaft an ihre Kapazitätsgrenzen, und an diversen Märkten zeigten sich Überhitzungserscheinungen. Am Arbeitsmarkt herrschte ein ausgeprägter Mangel an Arbeitskräften, die Bauwirtschaft boomte, und am Immobilienmarkt stiegen die Preise massiv. Die Teuerung kletterte bis Ende 1989 auf 5%.

Erst im Laufe des Jahres 1990 schwächte sich das Wachstum unter dem Einfluss der nunmehr spürbaren geldpolitischen Straffung langsam ab. Während der Konsum noch etwa im selben Tempo wuchs wie in den Jahren zuvor, verloren die Ausrüstungs- und vor allem die Bauinvestitionen markant an Schwung. Die stark gestiegenen Zinsen, die hohe Bauteuerung sowie die dringlichen Bundesbeschlüsse zur Dämpfung des Baubooms begannen, die Bautätigkeit zu bremsen. Die schweizerischen Exporte ihrerseits erwiesen sich vorerst noch als robust: Während sich die allgemeine geopolitische Lage infolge des irakischen Einmarsches in Kuwait verschlechterte, profitierte die Schweiz davon, dass die Wirtschaft in Deutschland dank der positiven Stimmung nach dem Fall der Berliner Mauer stark wuchs. Trotz der konjunkturellen Verlangsamung erwies sich die Teuerung aber als unerwartet hartnäckig. Hatte sich die Inflation im Vorjahr wegen des schwachen Frankens noch vor allem in höheren Importpreisen niedergeschlagen, so war die Inlandteuerung unter dem Einfluss steigender Mieten und Löhne nun richtig in Schwung gekommen.

4.2.2 Zweiter Zyklus: 1991 bis 2001

Obwohl vom Sommer 1990 an viele Indikatoren auf eine Abkühlung der Konjunktur hingedeutet hatten, traf der nun folgende Einbruch die Schweiz unerwartet. Eine sechs Jahre dauernde Schwächephase sollte die Schweiz tief greifend verändern.¹¹ Der Wachstumsrückstand gegenüber anderen Ländern liess sie in internationalen Wohlstandvergleichen deutlich zurückfallen, die Arbeitslosenrate bildete sich nicht mehr auf das ausgesprochen tiefe frühere Niveau zurück, und die zuvor gesunden öffentlichen Finanzen gerieten aus dem Lot.

¹⁰ Zu diesem Schluss gelangt beispielsweise OECD (1989), S. 42 ff. sowie (1990), S. 37 ff.

¹¹ Eine Analyse dieser Zeitperiode findet sich beispielsweise in OECD (1997), S. 1 ff.

Die hartnäckig hohe Inflationsrate zwang die SNB weiterhin zu einer restriktiven Politik. Unter den hohen Zinsen litten vor allem die stark kreditfinanzierten Bauinvestitionen. Im Immobiliensektor setzte eine markante Korrektur der vorangegangenen Exzesse ein, die in eine tiefe, lang andauernde Bau- und Immobilienkrise mündete. Die fallenden Immobilienpreise wirkten sich negativ auf die Unternehmensbilanzen und die Vermögenssituation der Haushalte aus. Der Einbruch hinterliess tiefe Spuren in den Bankbilanzen und führte zu einer Krise der Regionalbanken. Die Bewältigung dieser Probleme sollte sich bis in die späten 1990er Jahre hinziehen (siehe 7.3.3).

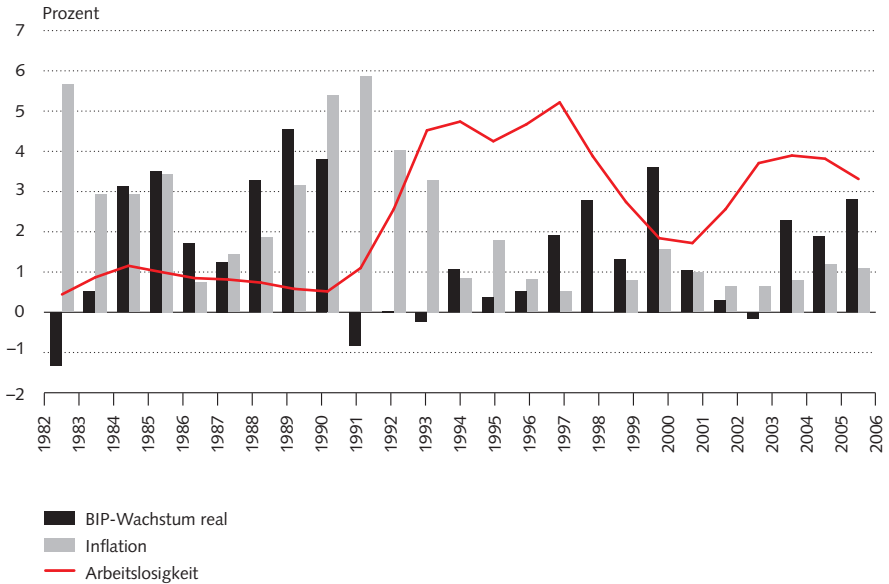
Auf den Ausrüstungsinvestitionen lastete – neben dem hohen Zinsniveau – auch die pessimistische Konjunktüreinschätzung durch die Unternehmer. Der private Konsum schwächte sich mit der üblichen konjunkturellen Verspätung ebenfalls ab, da die Konsumenten unter dem Eindruck der Immobilienkrise und einer steil steigenden Arbeitslosigkeit standen. Bereits Mitte 1991 hatte die Zahl der Personen ohne Beschäftigung ihren in den frühen 1980er Jahren erreichten Höhepunkt überschritten, und die Arbeitslosigkeit stieg ungebremst weiter.¹² Von den Exporten gingen infolge der internationalen Konjunkturschwäche nur geringfügig positive Impulse aus.

Die Inflation reagierte erst nach unüblich langer Verzögerung auf die straffe Geldpolitik. Auch der Franken hatte sich nicht wie in früheren Phasen der geldpolitischen Restriktion aufgewertet. Als sich die Teuerung ab Mitte 1992 schliesslich doch abzuschwächen begann, leitete die SNB eine Lockerung ihrer Politik ein. Praktisch zeitgleich vollzog sich eine Trendwende beim Franken, der von diesem Zeitpunkt an bis Ende 1995 kontinuierlich an Wert gewinnen sollte, denn 1992/93 setzten die Turbulenzen im Europäischen Währungssystem (EWS) den Franken unter Aufwertungsdruck. Die beiden Folgejahre waren durch einen Zerfall des Dollarkurses geprägt, zu dem sich 1995 erneute Spannungen im EWS gesellten.

Nach drei Jahren der Rezession zeichnete sich gegen Ende 1993 eine Erholung ab. Zuggpferd des Aufschwungs war die wachsende Exportnachfrage. Die günstigeren weltwirtschaftlichen Konjunkturaussichten sowie der aufgestaute Nachholbedarf regten auch die Investitionstätigkeit der Unternehmen wieder an, während die Bauinvestitionen nur vorübergehend durch staatliche Stützmassnahmen stimuliert werden konnten. Dennoch war der Aufschwung stark genug, um am Arbeitsmarkt eine leichte Verbesserung zu bewirken. Die sinkende Arbeitslosigkeit und die aufgrund der tieferen Infla-

12 Zur massiven Verschlechterung der Lage am Arbeitsmarkt siehe beispielsweise OECD (1993), S.66 ff.

Grafik 4.1
Wirtschaftswachstum, Inflation und Arbeitslosigkeit



Quelle: SNB, Monatsbericht bzw. Statistisches Monatsheft (verschiedene Jahre).

tion gestiegenen Realeinkommen führten zu einer Zunahme des Konsums. 1994 stand somit die Schweizer Wirtschaft – dank steigender Auslands- und Inlandsnachfrage – erstmals seit 1990 wieder im Zeichen von Wachstum.

Die konjunkturelle Aufhellung war jedoch von kurzer Dauer. Ein Grund dafür mag in den monetären Bedingungen gelegen haben, die rückblickend als zu restriktiv beurteilt werden können. Seit Mitte 1994 lagen die Realzinsen infolge der nunmehr deutlich tieferen Teuerung auf einem sehr hohen Niveau, und der Wechselkurs des Schweizer Frankens hatte sich weiter aufgewertet. Aber auch von der Finanz- und von der Strukturpolitik erhielt die Konjunktur keine Unterstützung. Die öffentlichen Finanzen hatten sich rapide verschlechtert, worauf Bund und Kantone ab 1992 verschiedene Sanierungsprogramme durchführten. So unumgänglich diese Massnahmen auch waren: Sie vermittelten der Konjunktur vorerst eher negative Impulse. Auch die nach dem Nein zum Europäischen Wirtschaftsraum in Aussicht gestellten Strukturreformen machten nur sehr langsame Fortschritte.

Die Jahre 1995/96 waren somit durch Stagnation geprägt. Die Exporte leisteten wegen der konjunkturellen Abschwächung in Europa und infolge des hohen Wechselkurses nur einen geringen Wachstumsbeitrag. Im Inland litt der Konsum unter dem fortschreitenden Arbeitsplatzabbau und sinken-

den realen Einkommen. Steigende Steuern, Sozialversicherungs- und Krankenkassenprämien schöpften zusätzlich Kaufkraft ab. Die Krise in der Bauwirtschaft setzte sich nach dem Strohfeuer des Jahres 1994 ungebremst fort. Die Ausrüstungsinvestitionen blieben die einzige binnenwirtschaftliche Stütze. Angesichts der tiefen Kapazitätsauslastung wurde mit den Investitionen keine Erweiterung der Produktionskapazitäten angestrebt, sondern sie widerspiegelten die Modernisierungs- und Rationalisierungsanstrengungen der Unternehmen in Reaktion auf den verstärkten internationalen Konkurrenzdruck.

Nachdem die SNB ihre Politik im Frühling 1995 gelockert hatte, begann sich der Frankenkurs gegen Ende Jahr zu normalisieren. Aber erst das Jahr 1997 brachte endlich die Konjunkturwende. Stimuliert durch die internationale Konjunkturbelebung und eine Abschwächung des Frankens nahmen die Exporte markant zu. Die Binnennachfrage blieb zunächst noch schwach. Die Arbeitslosenquote erreichte im Juni 1997 schliesslich ihren Höhepunkt; danach setzte eine Besserung ein. Die Lage im Tiefbau stabilisierte sich gegen Ende Jahr dank vermehrter staatlicher Aufträge im Rahmen eines im Frühling beschlossenen Impulsprogramms. Im Folgejahr überschatteten bereits wieder die Krisen in Ostasien und in Russland sowie der darauf folgende Einbruch an den internationalen Aktienmärkten die Weltwirtschaft. Auch die Schweiz blieb von der nachlassenden Exportkonjunktur nicht verschont, doch wurde die rückläufige Auslandsnachfrage durch eine wieder erstarkende Binnennachfrage wettgemacht. Insbesondere der Konsum erwies sich dank tieferer Arbeitslosigkeit und höherer real verfügbarer Einkommen als robust. Daneben wuchsen auch die Ausrüstungsinvestitionen kräftig, woraus nunmehr auch ein Ausbau der Kapazitäten resultierte.

Die Asien- und die Russlandkrise konnten im Laufe des Jahres 1999 überwunden werden, und auch die Finanzmärkte erholten sich – unter anderem dank reichlicher Liquiditätszufuhr durch die Notenbanken – rasch. Die Auslandsnachfrage zog wieder an, so dass in dieser Phase sämtliche Komponenten des Bruttoinlandsprodukts (BIP) zum Wachstum beitrugen. Erwähnenswert ist das ungebrochen dynamische Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen, insbesondere der Investitionen in die Informations- und Telekommunikationstechnologie (IT). Getragen von euphorischen Erwartungen setzte im IT-Bereich ein eigentlicher Boom ein. Insgesamt herrschte in der Schweiz im Jahr 2000 mit einer Wachstumsrate von über 3% erstmals seit zehn Jahren wieder Hochkonjunktur.¹³

13 OECD (2000), S. 25.

Nachdem die Nationalbank die wirtschaftliche Erholung seit Frühling 1995 durch eine expansive Geldpolitik unterstützt hatte, zeichneten sich im Jahr 2000 mit zunehmender Auslastung der Kapazitäten wieder Inflationsrisiken ab. Die SNB reagierte mit einer schrittweisen Erhöhung der Zinsen und bewirkte damit auch eine Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro.

In der zweiten Jahreshälfte verlor die amerikanische Wirtschaft wegen der restriktiveren Geldpolitik des Federal Reserve Board an Schwung. Die konjunkturelle Verlangsamung griff Anfang 2001 auf Europa über. In der Schweiz kühlten sich die Exporttätigkeit und – infolge der schlechter werdenden Aussichten – die Ausrüstungsinvestitionen (insbesondere auch die zuvor boomenden IT-Investitionen) ab, während der Konsum zunächst robust blieb. Die Terroranschläge auf die Vereinigten Staaten vom 11. September 2001 versetzten der internationalen Konjunktur und den Finanzmärkten einen schweren Schlag. Die Notenbanken reagierten weltweit mit einer verstärkten Liquiditätszufuhr und massiven Zinssenkungen. Die SNB führte das Zinsniveau im Verlauf des nun einsetzenden Abschwungs bis knapp an die 0%-Grenze (siehe 4.4.4).

4.2.3 Die Konjunktur ab 2002

Nach den Anschlägen vom September 2001 brach der Konsum als einzige noch verbliebene Wachstumsstütze weg. Die Wirtschaft geriet erst in eine Stagnation und schliesslich in eine Rezession. In den Jahren 2002/03 blieben sowohl die Inlands- wie auch die Auslandsnachfrage lethargisch. Neben der Schwäche der Weltwirtschaft beeinträchtigte der bis im Frühling 2003 starke Franken die Schweizer Exporte. Der Konsum litt unter der zwischen Ende 2001 und Ende 2003 massiv gestiegenen Arbeitslosigkeit und die Investitionen unter der pessimistischen Unternehmerstimmung.

Ab Mitte 2003 mehrten sich die Anzeichen einer konjunkturellen Erholung. Positive Impulse gingen vor allem von den USA und von Asien aus, während sich die Lage in Europa nur zögerlich verbesserte. Einen Konjunkturaufschwung signalisierten auch die internationalen Aktienmärkte, die sich – nach einer ausgeprägten, dreijährigen Schwächephase – zu erholen begannen. Am Devisenmarkt hatte die expansive Politik der SNB nun doch noch zu einer Abschwächung des Frankens gegenüber dem Euro geführt.

Die vom Export getragene Belebung übertrug sich nur zögerlich auf die Binnennachfrage. Sie war anfangs zu moderat, um am Arbeitsmarkt eine spürbare Besserung herbeiführen zu können. Neben der schwachen Konjunktur dürfte allerdings auch der in einer globalisierten Wirtschaft starke

internationale Konkurrenzdruck die Schaffung von Arbeitsplätzen in der Schweiz gebremst haben. Ein ähnliches Phänomen war bei den Ausrüstungsinvestitionen zu beobachten, die sich zwar im Verlaufe des Aufschwungs erholten, doch in geringerem Mass, als dies in solchen Phasen früher der Fall gewesen war. Auch hier bestand eine mögliche Erklärung im verschärften internationalen Standortwettbewerb. So kamen Konsum und Ausrüstungsinvestitionen bis weit ins Jahr 2005 nicht richtig in Schwung. Einziges dynamisches Element der Binnennachfrage war der private Wohnungsbau, der dank dem sehr tiefen Zinsniveau kräftig zulegte. Im Jahre 2006 belebte sich die Konjunktur in den Industriestaaten dann aber spürbar, obwohl die Erdöl- und Energiepreise stark anstiegen. Auch in der Schweiz nahm die Wirtschaftsaktivität deutlich zu und übertrug sich endlich auf den Arbeitsmarkt.

4.3 Die Geldmenge als monetäres Zwischenziel

MICHEL PEYTRIGNET

4.3.1 Einleitung

Gemäss Bundesverfassung ist die Nationalbank beauftragt, eine «dem Gesamtinteresse des Landes» dienende Geld- und Währungspolitik zu führen.¹⁴ Das alte Nationalbankgesetz aus dem Jahre 1953 (aNBG) präziserte diesen verfassungsmässigen Auftrag nicht weiter, sondern übernahm ihn praktisch im Wortlaut (Art. 1 Abs. 2 aNBG). Erst das neue, seit 2004 geltende Nationalbankgesetz umschreibt den Auftrag in Art. 5, Abs. 1 genauer (siehe 9.6.3). Zuvor hatte die Nationalbank selbst festlegen müssen, was sie unter «Gesamtinteresse des Landes» verstand. Seit Kriegsende¹⁵, aber insbesondere nachdem die Schweiz am 23. Januar 1973 das System der fixen Wechselkurse von Bretton Woods aufgegeben hatte, ging die SNB davon aus, dass ihre Geldpolitik dem «Gesamtinteresse des Landes» am besten diene, wenn sie sich in erster Linie auf die Erhaltung der Kaufkraft des Geldes konzentrieren – also die Preisstabilität gewährleisten – würde. Allerdings fasste sie Preisstabilität, die sowohl Inflation als Deflation ausschliesst, nie als Selbstzweck auf, sondern als notwendiges Element der Rahmenbedingungen, die erfüllt sein müssen, damit sich die Wirtschaft ihrem Potenzial gemäss entwickeln

14 Art. 39 Abs. 3 der alten Bundesverfassung von 1874, seit 2000: Art. 99 Abs. 2 der neuen Bundesverfassung von 1999.

15 SNB (1982), S. 99.

kann. Diese informelle Auslegung des Nationalbankauftrags hat im Volk immer grosse Unterstützung gefunden. Sie schlug sich auch in der Formulierung des Auftrags im neuen Nationalbankgesetz nieder.

Der Übergang zu flexiblen Wechselkursen im Jahre 1973 versetzte die Nationalbank in die Lage, eine autonome Geldpolitik zu entwerfen und umzusetzen. Ab 1975 verfolgte sie eine Strategie, die stark von der in akademischen Kreisen damals intensiv geführten Debatte «regelgebundene kontra diskretionäre Politik» geprägt wurde.¹⁶ Die Begriffe «regelgebunden» und «diskretionär» können sich in der Praxis und in der wissenschaftlichen Literatur inhaltlich unterscheiden. Im Allgemeinen versteht man unter «regelgebunden» die systematische Berücksichtigung von Daten und Informationen über eine Reihe von im Voraus festgelegten Indikatoren mit dem Ziel, über die Zeit hinweg kohärente Entscheide zu fällen. Ab 1975 liess sich die SNB bei ihrer Geldpolitik durch diese Definition leiten und veröffentlichte auch einen Überblick über die entsprechenden Grundsätze. Diese Bemühungen sollten ein über die Zeit hinweg konsistentes Vorgehen bei der Entscheidungsfindung der Notenbank sicherstellen, aber zugleich erlauben, mit einer gewissen Flexibilität auf wichtige Ereignisse zu reagieren. Konkret arbeitete die Nationalbank mit einer geldpolitischen Strategie, die stark vom Monetarismus inspiriert war, dem damals in der Geldtheorie dominierenden Ansatz.¹⁷ Dabei war die SNB zusammen mit der Deutschen Bundesbank eine der ersten Notenbanken, welche sich für eine Strategie entschied, die einer geldpolitischen Regel folgte.¹⁸

Diese Strategie ging zum einen vom Prinzip aus, dass Inflation und Deflation grundsätzlich monetäre Erscheinungen sind. Dieser Zusammenhang lässt sich aus der Quantitätstheorie des Geldes ableiten, deren Grundgedanke die Verursachung der Inflation durch einen Geldüberhang ist. Ein übermässiges Geldmengenwachstum kann die Wirtschaftstätigkeit nicht dauerhaft über das Wachstumspotenzial der Wirtschaft hinaus steigern. Daher schlägt es sich notwendigerweise in den Preisen nieder. Aus diesem Grund kommt den Geldmengenaggregaten als Massstab für das im Umlauf befindliche Geld eine besondere Rolle bei geldpolitischen Entscheiden zu. Die Steuerung der Geldmengen dient somit der nominellen Verankerung des Wirtschaftsgeschehens.

16 Siehe etwa Friedmann (1960), S. 77–101; Kydland und Prescott (1977); Barro (1986); McCallum (1987); McCallum (1989), S. 237–248 und in jüngerer Zeit Woodford (2003).

17 Siehe beispielsweise Brunner (1968) sowie in jüngerer Zeit Chrystal (1990).

18 Bernanke et al. (1999), S. 43.

Zum anderen gilt das Prinzip, dass die Zentralbank mit der Geldpolitik keine Feinsteuerung der Konjunkturentwicklung betreiben soll. Der Grund liegt einerseits darin, dass sich monetäre Impulse erst nach langen und variablen Verzögerungen auf die reale Wirtschaft und die Preise auswirken. Die Verzögerungen können in der Schweiz bis zu drei Jahre dauern. Andererseits ist das Wissen über diese Übertragungsmechanismen nur sehr lückenhaft. Eine zu aktivistische Politik kann daher kontraproduktiv wirken und schädigende Auswirkungen auf die gesamte Wirtschaft haben.

Gemäss diesen theoretischen Erkenntnissen sollen Definition und Einhaltung eines geldpolitischen Zwischenziels der Zentralbank erlauben, das Endziel der Preisstabilität bestmöglichst zu erreichen. Dementsprechend legte die Nationalbank von 1975 bis 1978 Wachstumsziele für die Geldmenge M_1 fest. Nach einer kurzen Unterbrechung in den Jahren 1978 und 1979, die auf heftige Verwerfungen an den Devisenmärkten zurückzuführen war (siehe 2.4.2), arbeitete sie von 1980 bis 1999 mit Wachstumszielen für die Notenbankgeldmenge.¹⁹ Die Erfahrungen mit M_1 hatten gezeigt, dass sich dieses Aggregat nur mit Mühe über die Notenbankgeldmenge steuern liess. Die direkte Steuerung der Notenbankgeldmenge stellte daher eine attraktive Alternative dar. Dass die SNB die Strategie Ende der 1970er Jahre aussetzte und danach das Zielaggregat auswechselte, zeigt, wie pragmatisch sie ihre Politik handhabte und den Umständen anpasste. Sie trug damit dem Umstand Rechnung, dass die Schweiz als kleine offene Volkswirtschaft mit einem bedeutenden Finanzmarkt häufig unter Schocks leidet, die ihren Ursprung oft im Ausland haben.

4.3.2 Jahresziele für die bereinigte Notenbankgeldmenge

Allmähliche Wiederherstellung der Preisstabilität: 1980 bis 1985

Nach Analyse der Vor- und Nachteile, welche die einzelnen Geldmengenaggregate für die Festlegung eines Mengenziels hatten, wählte die Nationalbank die Notenbankgeldmenge als das am besten geeignete monetäre Zwischenziel aus.²⁰ Die Nachfrage nach Notenbankgeld war relativ stabil und reagierte wenig auf Zinsschwankungen.²¹ Der Zusammenhang zwischen Geld-

19 M_1 wird definiert als Summe des beim Publikum im Umlauf befindlichen Bargelds und der Sichteinlagen von Nichtbanken bei den Geschäftsbanken. Die Notenbankgeldmenge umfasst die vom Publikum und von den Banken gehaltenen Banknoten sowie die Sichtguthaben der Geschäftsbanken bei der SNB.

20 Rich und Schiltknecht (1980), S. 169; Rich und Béguelin (1985), S. 86.

21 Kohli (1984, 1985 und 1989).

mengenveränderung und Reaktion der Teuerung war bei M_1 und bei der Notenbankgeldmenge ähnlich.²² Da sich die Notenbankgeldmenge zudem auch vollumfänglich steuern liess, entsprach sie den Kriterien für ein Zwischenziel besser als M_1 oder jedes andere, weiter definierte Geldmengenaggregat. Die Nationalbank veröffentlichte jährlich im Dezember ihr Wachstumsziel für die Notenbankgeldmenge, das für die folgenden zwölf Monate galt. Unter der Annahme, dass eine Teuerung von 1% akzeptabel sei, das Wachstumspotenzial der Wirtschaft real bei etwa 2% liege und die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes um jährlich 1% zunehme, war bei einer Ausweitung der Notenbankgeldmenge um 2% eine ausgewogene Wirtschaftsentwicklung bei Preisstabilität zu erwarten. Dabei handelte es sich allerdings nur um einen mittelfristig gültigen Wegweiser. In kurzfristiger Perspektive musste die SNB jeweils die aktuelle Wirtschaftslage berücksichtigen.

Ein Wachstumsziel für die eigentliche Notenbankgeldmenge legte die Nationalbank nur einmal – nämlich für 1980 – fest. 1981 ersetzte sie das Aggregat durch die bereinigte Notenbankgeldmenge, das heisst durch eine Variante, bei der sie den geschätzten Umfang der so genannten Ultimokredite abzog. Mit diesen Krediten pflegte die SNB den Banken die Einhaltung der Liquiditätsvorschriften an den Monatsenden zu erleichtern (siehe 4.6.2).

Zu Beginn der 1980er Jahre war die Wirtschaftslage eher ungünstig: Die Inflation tendierte nach oben und erreichte 1981 mit 6,5% einen Höhepunkt. Da die Nationalbank über die allfälligen Auswirkungen einer allzu restriktiven Politik auf die Konjunktur besorgt war, versuchte sie, die Annäherung an das mittelfristige Wachstumsziel für die Geldmenge über eine längere Anpassungsphase hinweg zu verteilen: Sie legte 1980 für die Notenbankgeldmenge und 1981 für die bereinigte Notenbankgeldmenge ein Wachstumsziel von je 4% fest. Obwohl diese Ziele über dem mittelfristig angestrebten Geldmengenwachstum von 2% lagen, bedeuteten sie – angesichts der damals herrschenden Inflationserwartungen – eine relativ restriktive Geldpolitik. In den Erwartungen wirkten insbesondere der zweite Ölpreisschock und – mit der üblichen Verzögerung – die mit den Devisenmarktinterventionen von 1978 verbundene massive Geldmengenausweitung nach. Dennoch war die Nationalbank vom markanten Anstieg der Inflation im Jahr 1980 überrascht, glaubte sie doch laut einer neueren Studie damals, bereits einen Grossteil der im Kampf gegen die Frankenaufwertung geschaffenen überschüssigen Liquidität abgeschöpft zu haben.²³ Aber die Ölpreishausse und die Frankenschwäche heizten die Infla-

22 Rich und Béguelin (1985), S. 78.

23 Kugler und Rich (2002), S. 247.

tion zusätzlich an. Um ihrer Herr zu werden, entschied sich die Nationalbank, den Restriktionsgrad gegenüber dem ursprünglich festgelegten Ziel zu verschärfen. 1980 blieb das Geldmengenwachstum daher hinter dem angestrebten Ziel von 4% zurück.²⁴ Ein weiterer Faktor trug ebenfalls zu dieser Zielunterschreitung bei: Die Aufhebung der letzten Massnahmen gegen den Zustrom ausländischer Gelder (Verzinsungsverbot für Einlagen sowie negative Verzinsung) reduzierte unerwartet das Wachstum der Nachfrage von Ausländern nach grossen Banknotenabschnitten; im Ausland waren die Noten zuvor gehortet worden, um die erwähnten Abwehrmassnahmen zu umgehen. Das Geldmengenziel für 1981, das die Nationalbank «leicht oberhalb» des langfristigen Wachstumsziels ansetzte und damit rechtfertigte, dass die Prognosen über den internationalen Konjunkturverlauf besonders unsicher seien²⁵, wurde ebenfalls nicht erreicht. Der Kampf gegen die Inflation hatte noch keine Ergebnisse gebracht, waren doch die Preissteigerungen wegen des im Vergleich zum Ausland günstigeren Konjunkturverlaufs in der Schweiz und wegen der Frankenschwäche²⁶ hartnäckiger als erwartet. Daher musste der Restriktionsgrad der Geldpolitik gegenüber dem ursprünglichen Ziel erneut verschärft werden. Deshalb verfehlte die Nationalbank zum zweiten Mal in Folge ihr Geldmengenziel. Allerdings liess die Inflation ab 1982 endlich nach.

In den Jahren 1982 bis 1985 näherte sich die SNB dem mittelfristig für angemessen gehaltenen Geldmengenwachstum von 2% einen Schritt an, indem sie ihr jährliches Wachstumsziel von 4% auf 3% senkte. Ab 1986 lag es dann bei 2%. In den Jahren 1982 bis 1986 wurden die Ziele im Grossen und Ganzen gut erreicht. Das Ziel für 1982 stellte im Vergleich zur Entwicklung im Jahr 1981 eine Lockerung dar. Die Nationalbank hielt sie angesichts des Ende 1981 und Anfang 1982 fester tendierenden Frankens, aber auch mit Blick auf die trüberen Konjunkturaussichten in der Schweiz für angemessen.²⁷ Die Zielüberschreitung im Jahre 1983 wurde aufgrund der Devisenmarktinterventionen toleriert, während die Zielunterschreitung im Jahre 1984 daher rührte, dass der Notenumlauf weniger stark zunahm als erwartet worden war. Die Nationalbank hatte ihn nicht durch eine entsprechende Anpassung der Giro Guthaben kompensiert. Damit hatte sie einen Zinsanstieg zugelassen, der ihr angesichts der Konjunkturerholung gerechtfertigt und mit Blick auf die Bekämpfung der Inflation angemessen schien.²⁸ Ein Wachstum der berei-

24 SNB, 73. Geschäftsbericht 1980, S.7, 23.

25 SNB, 73. Geschäftsbericht 1980, S.9.

26 SNB, 74. Geschäftsbericht 1981, S.7.

27 SNB, 75. Geschäftsbericht 1982, S.8.

28 SNB, 76. Geschäftsbericht 1983, S.10; SNB, 77. Geschäftsbericht 1984, S.7.

Tabelle 4.1
Geldmengenziel und effektives Wachstum der bereinigten Notenbankgeldmenge

Jahr	Zielaggregat	Ziel ¹	effektiv ¹	KPI ¹
1980	NBGM	4 ²	2,0 ²	4,0
1981	BNBGM	4	-0,5	6,5
1982	BNBGM	3	2,6	5,7
1983	BNBGM	3	3,6	3,0
1984	BNBGM	3	2,6	2,9
1985	BNBGM	3	2,2	3,4
1986	BNBGM	2	2,0	0,8
1987	BNBGM	2	2,9	1,4
1988	BNBGM	3	-3,9	1,9
1989	SNBGM	2 ³	-1,9 ³	3,2
1990	SNBGM	2 ⁴	-2,6 ⁴	5,4

NBGM: Notenbankgeldmenge

BNBGM: bereinigte Notenbankgeldmenge

SNBGM: saisonbereinigte Notenbankgeldmenge

KPI: Konsumentenpreisindex

- 1 jährliche Veränderung in Prozent.
- 2 Wachstumsziel sowie effektive Veränderung der NBGM bezogen sich für 1980 auf die Periode von Mitte November 1979 bis Mitte November 1980.²⁹ Von 1981 bis 1988 waren Ziel und effektives Wachstum der BNBGM definiert als arithmetische Mittel aus den zwölf monatlichen Wachstumsraten gegenüber der jeweils entsprechenden Vorjahresperiode.³⁰
- 3 Ziel und effektives Wachstum der SNBGM für 1989 waren definiert als arithmetische Mittel aus den zwölf monatlichen Wachstumsraten gegenüber dem letzten Quartal 1988, jeweils annualisiert und zentriert auf den November.
- 4 Ziel und effektives Wachstum der SNBGM für 1990 waren definiert als Veränderung des Durchschnitts des vierten Quartals 1990 gegenüber dem Durchschnitt des vierten Quartals 1989.

Quelle: SNB, Geschäftsberichte (verschiedene Jahre).

nigten Notenbankgeldmenge um 3% war auch für 1985 vorgesehen, da die Auswirkungen der deutlichen Wachstumsverlangsamung in den Vereinigten Staaten auf den Konjunkturverlauf in der Schweiz schwierig abzuschätzen waren. Aber schon ab Anfang 1985 deuteten sämtliche Konjunkturindikatoren auf ein kräftiges Wirtschaftswachstum hin, so dass die Nationalbank das Geldangebot verknappen und das Geldmengenziel für 1986 auf 2% senken konnte.³¹ Erst in diesem Jahr stellte sich – mit einer Teuerungsrate von lediglich 0,8% – wieder Preisstabilität ein. Sie hielt auch im Folgejahr an.

29 SNB, 73. Geschäftsbericht 1980, S. 23; Rich (2003), S. 26.

30 Rich und Béguelin (1985), S. 89.

31 SNB, 78. Geschäftsbericht 1985, S. 8.

Die Nationalbank hatte der Wiederherstellung der Preisstabilität den Vorrang vor der strikten Einhaltung der geldpolitischen Ziele gegeben, als sie 1980 und 1981 eine deutlich und 1984 sowie 1985 eine etwas restriktivere Politik verfolgte als vorgesehen. Um ihre Glaubwürdigkeit zu wahren, begründete sie die Abweichungen vom Ziel in verschiedenen Publikationen und betonte dabei, dass die geldpolitische Regel nicht als Dogma zu verstehen sei.³²

Ingesamt erwies sich die Festlegung jährlicher Wachstumsziele für die Notenbankgeldmenge als positive Erfahrung. Dieses enger definierte Aggregat, das 1980 M_1 ersetzte, zeigte der SNB den Weg auf, um die Inflation, die weitgehend die Folge früherer Massnahmen gewesen war, wieder in den Griff zu bekommen.

Ab 1989 zog die Inflation allerdings wieder an und erreichte 1991 5,8%. Im Allgemeinen geht man in der Schweiz davon aus, dass die Geldpolitik sich mit einer Verzögerung von rund drei Jahren auf die Preise niederschlägt. Die Inflation der Jahre 1989 bis 1992 musste somit auf eine übermässige Geldmengenausweitung zurückgeführt werden, die in die Jahre 1986 und 1989 zu datieren war. Wie war dies möglich gewesen? Hatte dies etwas mit dem Zielaggregat zu tun? Und weshalb hatte man das Problem nicht rechtzeitig erkannt?

Die Übergangsperiode von 1986 bis 1990

Ab Mitte 1986 stellte die Nationalbank den Geschäftsbanken an den Monatsenden vermehrt Liquidität zur Verfügung³³, nachdem die Liquiditätsnachfrage der Banken zur Erfüllung der gesetzlichen Deckungsvorschriften an den vorangegangenen Monatsenden vorübergehend zu massiven Zinsspitzen – von bis zu 125% – geführt hatte. Um solchen Ausschüngen entgegenzuwirken, erhöhte die Nationalbank die Vorgabe für das Wachstum der Giro Guthaben von durchschnittlich 2,9% im ersten Semester des Jahres 1986 auf 6,1% für die zweite Jahreshälfte.³⁴ Tatsächlich war im zweiten Semester ein Rückgang der kurzfristigen Zinsen zu verzeichnen. Trotz dieser zusätzlichen Liquidität wurde das jährliche Wachstumsziel für die bereinigte Notenbankgeldmenge im Jahre 1986 genau eingehalten. Am Ende des Jahres erklärte die Nationalbank, dass sie den geldpolitischen Kurs der Jahre 1985 und 1986 im folgenden Jahr fortsetzen wolle und davon ein Wirtschaftswachstum ohne Teuerung erwarte.³⁵ Leider liessen die Umstände diese Entwicklung nicht zu.

32 Kohli und Rich (1986), S. 925.

33 SNB, 79. Geschäftsbericht 1986, S. 8.

34 Ebenda.

35 Ebenda.

In der Tat behinderten 1987 mehrere Ereignisse die Pläne der Nationalbank. Im Laufe des ersten Halbjahres bewegten der rasche Kurszerfall des Dollar und die sich daraus ergebende Unsicherheit die Nationalbank dazu, die Bankenliquidität nicht zu verringern, obwohl der Notenumlauf rascher als vorgesehen anstieg. Dem Entscheid lag die Befürchtung zugrunde, ein Anstieg der Geldmarktzinsen würde die Frankenaufwertung noch verstärken. Allerdings stimulierte eine kräftige Belegung des Welthandels vom zweiten Halbjahr an die schweizerischen Exporte, obwohl der Franken unerwartet stark geblieben war. Die Konjunktur belebte sich, und vom Jahresende an schloss sich die Produktionslücke. Nach dem Börsenkrach vom Oktober 1987 hatte die SNB – wie die anderen Zentralbanken – die Liquidität vorübergehend erhöht. Infolge dieser Entwicklungen wurde das Ziel für die bereinigte Notenbankgeldmenge 1987 überschritten.

Die Nationalbank wollte in diesem von Unsicherheiten besonders geprägten Umfeld ihre Flexibilität betonen, indem sie für 1988 ein Wachstumsziel für die bereinigte Notenbankgeldmenge von 3% vorgab.³⁶ Von Jahresbeginn an beeinflussten nämlich zwei technische Neuerungen die Nachfrage nach Notenbankgeld: Erstens wurde in der Schweiz Mitte 1987 ein neues elektronisches Zahlungsverkehrssystem für die Banken – das Swiss Interbank Clearing (SIC) – eingeführt (siehe 5.2.3). Dieses System erlaubte es den Geschäftsbanken, die Liquiditätsbedürfnisse für den Zahlungsverkehr drastisch einzuschränken. Zweitens traten am 1. Januar 1988 revidierte Liquiditätsvorschriften in Kraft. Sie setzten der extremen Zinsvolatilität an den Monatsultimi ein Ende und ermöglichten es den Banken, ihre Giro Guthaben bei der Notenbank zu reduzieren (siehe 4.6.2). Das Bankensystem passte sich diesen Neuerungen langsam an, so dass die Nachfrage nach Giro Guthaben – und mithin die Nachfrage nach Notenbankgeld – nur allmählich zurückging. Obwohl die SNB sich bei der Festlegung des Geldmengenziels für 1988³⁷ der Gründe für einen Rückgang der Geldnachfrage bewusst war, wurde sie vom tatsächlichen Ausmass doch überrascht. Die Notenbankgeldmenge hatte ihre Funktion als geldpolitischer Indikator vorübergehend verloren, was ab Januar 1988 dazu führte, dass die kurzfristigen Zinssätze spürbar zurückgingen. Ihres wichtigsten Kompasses beraubt, passte die SNB ihr Geldangebot den Verschiebungen der Geldnachfrage so an, dass sich die bereinigte Notenbankgeldmenge deutlich unter den ursprünglichen Zielvorstellungen bewegte. Dabei ist anzumerken, dass die Vorgabe von 3% für 1988 einen ande-

36 SNB, 80. Geschäftsbericht 1987, S. 8.

37 SNB, 80. Geschäftsbericht 1987, S. 9.

ren Charakter aufwies als die Ziele der Vorjahre, die sich auf den geldpolitischen Normalfall mit stabiler Nachfrage nach Notenbankgeld bezogen hatten.³⁸ Die Nationalbank hatte nun die Zinsentwicklung im Auge, um ihre Politik durch diese bewegte Periode zu steuern und eine Liquiditätsschwemme zu vermeiden. Sie nahm die Liquiditätsüberschüsse allmählich vom Markt und bewirkte so nach und nach eine Erhöhung der kurzfristigen Zinsen. Mitte 1988 erreichten diese wieder das Niveau von Ende 1987. Der starke Rückgang der Geldmarktzinsen Anfang 1988 beunruhigte die SNB nicht sonderlich, da die langfristigen Zinsen kaum reagierten. Sie zeigten damit, dass die Finanzmärkte die Liquiditätsschocks korrekt als vorübergehende Erscheinungen interpretiert hatten.

Dennoch deuteten die Entwicklung der Kredite und der breiter gefassten Geldmengenaggregate bereits vor 1987 auf eine beachtliche Geldschöpfung hin. 1986 hatten die Bankkredite real um 9,1% zugenommen, während bei M_3 ein Anstieg um 6,2% zu verzeichnen war. Die Nationalbank schenkte der Entwicklung dieser Indikatoren allerdings nur begrenzt Beachtung, da diese im Rufe standen, instabil zu sein und mitunter falsche Signale zu senden. Wahrscheinlich war diese Skepsis angesichts der damals zur Verfügung stehenden Informationen angebracht. Die Stabilität der Nachfragefunktionen für diese Aggregate war tatsächlich fraglich, wenn man ihre Parameter anhand der bis Ende 1987 zur Verfügung stehenden Daten schätzte.³⁹

Obwohl sich das Niveau der Geldmarktzinsen im Lauf des Jahres 1988 normalisierte, gelang es der SNB nicht, in der vor einer Überhitzung stehenden Wirtschaft rechtzeitig alle Folgen einer überreichlichen Geldschöpfung zu neutralisieren.⁴⁰ Die Inflation nahm deshalb ab 1989 zu. Die Nationalbank verringerte in der Folge das Liquiditätsangebot weiter, so dass die kurzfristigen Zinsen von 3,8% im Juli 1988 auf 9,5% im Januar 1990 stiegen.

Auch die wirtschaftliche Lage in Deutschland erschwerte die Umsetzung der schweizerischen Geldpolitik. Ein Zinsanstieg in der Bundesrepublik, der teilweise die Folgen der deutschen Wiedervereinigung widerspiegelte, beeinträchtigte den über den Wechselkurs wirkenden geldpolitischen Transmissionsmechanismus. Der Franken war trotz des Zinsanstiegs in der Schweiz unter Druck. Ab Herbst 1990 versuchte die Nationalbank allerdings, die geldpolitischen Zügel wieder etwas zu lockern. Zum einen war der Franken im Zusammenhang mit der Golfkrise als Fluchtwährung wieder attraktiver ge-

38 Rich (1990a), S. 555.

39 Peytrignet (1996a); Peytrignet und Stahel (1998).

40 SNB, 81. Geschäftsbericht 1988, S. 11.

worden, was der SNB einen gewissen Handlungsspielraum für eine solche Lockerung eröffnete. Zum anderen war sich die SNB der Risiken bewusst, die darin lagen, dass die Konjunktur – wie immer deutlicher zu Tage trat – ihren Kulminationspunkt erreicht hatte.⁴¹ Die Lockerungsversuche waren aber verfrüht, so dass die Devisenmärkte sehr schnell reagierten: Der Franken verlor erneut an Boden, was die Nationalbank veranlasste, auf eine Änderung ihres restriktiven geldpolitischen Kurses zu verzichten. Insgesamt bildete sich die Notenbankgeldmenge 1990 daher zurück (–2,6%).

1989 und 1990 lag die Notenbankgeldmenge damit deutlich unter den Vorgaben, obwohl die SNB deren Berechnungsweise an die strukturellen Veränderungen von 1988 angepasst hatte. Es sei hier daran erinnert, dass sich die Zielvorgaben für 1989 und 1990 auf die saisonbereinigte und nicht mehr auf die bereinigte Notenbankgeldmenge bezogen, die mit der Revision der Liquiditätsvorschriften obsolet geworden war.

Die erwähnten Schocks führten nicht nur dazu, dass sich die SNB von 1988 bis 1990 vorwiegend an den Geldmarktzinsen statt an der Notenbankgeldmenge orientierte⁴², sondern hatten auch eine Überarbeitung der geldpolitischen Strategie und den Übergang zu einem flexibleren System zur Folge. Kritiker fragten sich damals, ob die Nationalbank in dieser turbulenten Zeit nicht besser daran getan hätte, eine eigentliche Wechselkurspolitik zu führen. Einige Ökonomen waren der Auffassung, «dass das Niveau der schweizerischen Zinssätze und die Inflationsrate heute viel geringer wären, wenn die Nationalbank ab Einführung des neuen Interbankzahlungssystems (Mitte 1987) anstelle eines Geldmengenziels ein Wechselkursziel verfolgt hätte.»⁴³ Der Chefökonom der SNB verwarf diese These. Seiner Ansicht nach «wären die schweizerischen Geldmarktsätze wahrscheinlich im selben Ausmass gestiegen, wie sie effektiv zunahmen. Auch die schweizerische Teuerung hätte sich stärker erhöht» als dies die Simulationen der zitierten Kritiker andeuteten.⁴⁴

4.3.3 Mehrjährige Zielvorgaben für die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge: 1991 bis 1999

Nachdem das geldpolitische Zwischenziel während mehrerer Jahre verfehlt worden war, sah sich die Nationalbank gezwungen, ihre Strategie zu revidieren. Sie hielt jedoch an der Überzeugung fest, dass sich die Notenbankgeldmenge wieder stabilisieren werde, sobald sich das Bankensystem an die

41 SNB, 83. Geschäftsbericht 1990, S. 8 f.

42 SNB, 82. Geschäftsbericht 1989, S. 12.

43 Capitelli und Buomberger (1990), S. 551.

44 Rich (1990a), S. 565.

Innovationen der späten 1980er Jahre angepasst haben würde. Zudem wollte sie ihr Zielaggregat nicht aufgeben, da es weniger stark auf Zinsschwankungen reagierte als die Aggregate M_1 oder M_3 .⁴⁵ Erhöhte Flexibilität war aber aus verschiedenen Gründen notwendig:⁴⁶

1. Die Erfahrungen der 1980er Jahre hatten gezeigt, dass sich eine auf jährliche Wachstumsziele für die Geldmenge beruhende Strategie schlecht mit den Schocks vertragen, die ein kleines Land mit einer offenen Wirtschaft treffen können. Die künftige Strategie sollte der Geldpolitik daher genügend Flexibilität gewähren, um derartige Schocks zu absorbieren, ohne mit dem Zwischenziel in Konflikt zu geraten.
2. Die Innovationen im Zahlungsverkehr (vor allem die intensivere Benutzung bargeldloser Zahlungsmittel) und an den Finanzmärkten waren geeignet, die Geldnachfrage – insbesondere die Nachfrage nach enger definierten Geldaggregaten wie der Notenbankgeldmenge – zu destabilisieren und die Verfolgung eines jährlichen Zwischenziels zu erschweren.
3. Schliesslich war der Anteil der Giroguthaben an der Notenbankgeldmenge stark gesunken. Hatte er vor Einführung des SIC und der neuen Liquiditätsvorschriften bei 25% gelegen, so waren es danach etwas weniger als 9%. Die Tatsache, dass die sich im Umlauf befindlichen Banknoten nunmehr neun Zehntel der Notenbankgeldmenge ausmachten, verstärkte ein Problem, das bereits vor diesen Neuerungen bestanden hatte: Obwohl die Kompensation der Nachfrageschwankungen bei den Banknoten durch entsprechende Anpassung des Angebots an Giroguthaben innerhalb eines Jahres immer noch möglich war, hätte sie die Zinsvolatilität am Geldmarkt sicherlich erhöht. Das Risiko unerwünschter Schwankungen des Frankenkurses wäre hierdurch gestiegen.⁴⁷

Daher beschloss die Nationalbank, mit Blick auf 1991 und die Folgejahre, für die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge einen mehrjährigen Zielpfad vorzugeben. Mit einer solchen Lösung behielt sie trotz der reduzierten Steuerbarkeit dieser Geldmenge einen geldpolitischen Kompass für die mittlere Frist bei. Gleichzeitig führte sie das Wachstumsziel für das Zielaggregat von 2% auf 1% zurück. Damit wollte sie nicht etwa eine restriktivere Geldpolitik für die Zukunft signalisieren. Es waren vielmehr die Innovationen im Zahlungsverkehr, die den Wachstumstrend der Banknotennachfrage verringert hatten. Da auch der Anteil der im Umlauf befindlichen Banknoten an der

45 SNB, 83. Geschäftsbericht 1990, S. 10.

46 Peytrignet (2000), S. 240.

47 Peytrignet und Schwarz (1990), S. 4 f.

Notenbankgeldmenge gestiegen war, drängte sich eine solche Reduktion des mittelfristigen Wachstumsziels geradezu auf.⁴⁸ Ein jährlicher Zuwachs von 1% wurde jedenfalls als ausreichend angesehen, um ein durchschnittliches Wirtschaftswachstum von 2% sicherzustellen, ohne die bei der Ableitung des Ziels implizierte Preisstabilität (1%) zu gefährden.

Da es sich um eine mehrjährige Vorgabe handelte, teilte die Nationalbank zunächst keinen präzisen Zeithorizont mit, sondern sprach lediglich von einer Gültigkeitsdauer von drei bis fünf Jahren.⁴⁹ Die mehrjährige Vorgabe bezog sich auf den Durchschnitt der Wachstumsraten der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge, gemessen jeweils im letzten Quartal eines Jahres gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal. Zu jedem Jahresende veröffentlichte die Nationalbank eine Prognose für das Wachstum des Zielaggregats im darauf folgenden Jahr, die sie in Beziehung zur angestrebten durchschnittlichen Wachstumsrate von 1% setzte. So findet sich zum Beispiel im Geschäftsbericht für 1991 folgender Satz: «Das Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge dürfte 1992 wie schon 1991 leicht über das mittelfristige Ziel von 1% zu liegen kommen.»⁵⁰ Dabei handelte es sich um eine Richtschnur, welche die Finanzmärkte über den wahrscheinlichen Verlauf des Zielaggregats im Folgejahr informieren, aber nicht als Ziel für dessen jährliches Wachstum missverstanden werden sollte. Zudem beschloss die Nationalbank, die Transparenz ihrer Politik im Jahresverlauf dadurch zu erhöhen, dass sie für die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge quartalsweise eine Prognose veröffentlichte. Dieser kam ebenfalls der Charakter einer Richtschnur für die Finanzmärkte zu; sie durfte nicht als ein geldpolitisches Ziel gedeutet werden.

Um die Transparenz noch weiter zu steigern, publizierte die SNB ab März 1993 eine Grafik mit dem mittelfristigen Wachstumspfad ihres Zielaggregats (Grafik 4.2). Die Grafik zeigte, wie sich die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge bei stabilen Preisen und einem stets dem Potenzial der schweizerischen Volkswirtschaft angepassten Realwachstum idealerweise entwickeln sollte. Man erwartete, dass sich der effektive Verlauf der Notenbankgeldmenge anhand des mittelfristigen Wachstumspfads besser beurteilen lasse.⁵¹ Mit der Veröffentlichung dieser Grafik im Geschäftsbericht 1992 sowie im Quartalsheft vom März 1993 gab die Nationalbank über dreierlei Aufschluss: Der angestrebte Pfad wies eine Steigung von 1% auf; sein Beginn wurde auf das

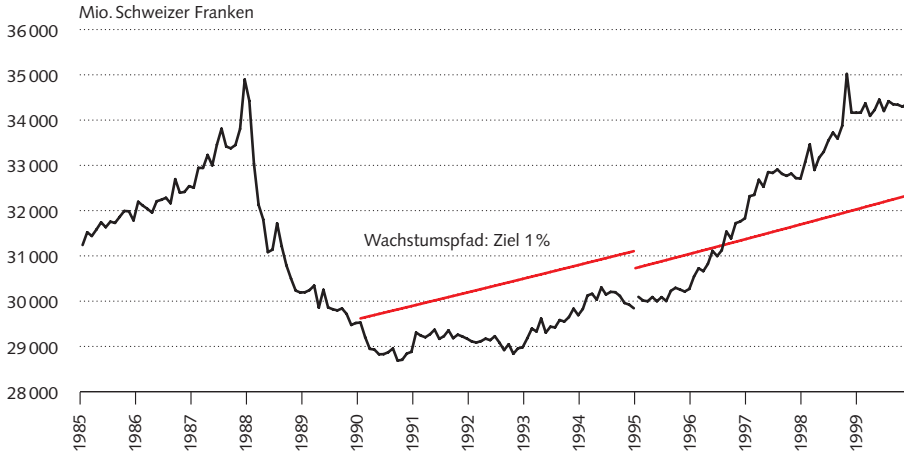
48 SNB, 83. Geschäftsbericht 1990, S. 10 f.

49 SNB, 84. Geschäftsbericht 1991, S. 8.

50 SNB, 84. Geschäftsbericht 1991, S. 10 f.

51 SNB (1993), S. 30.

Grafik 4.2
Saisonbereinigte Notenbankgeldmenge



Quelle: SNB, Monatsbericht bzw. Statistisches Monatsheft (verschiedene Jahre).

letzte Quartal des Jahres 1989 festgesetzt, und er erstreckte sich über eine Frist von vier Jahren, das heisst von Ende 1989 bis Ende 1993. Die im Geschäftsbericht 1993 veröffentlichte Grafik deckte dann eine Frist von fünf Jahren ab, nämlich von Ende 1989 bis Ende 1994.

Als die SNB 1993 das letzte Quartal 1989 im Nachhinein als Ausgangspunkt für den Wachstumspfad wählte, legte sie den Pfad so fest, dass er deutlich über die tatsächliche Entwicklung der Notenbankgeldmenge in den Jahren 1990 bis 1992 zu liegen kam. Auf diese Weise trug sie der äusserst restriktiven Geldpolitik der Jahre 1989/90 sowie der Tatsache Rechnung, dass die Wirtschaft sich inzwischen unter ihrem Wachstumspotenzial entwickelt hatte. Eine Aufholphase war also notwendig, damit an den angestrebten Wachstumspfad angeschlossen werden konnte. Es galt vor allem zu verhindern, dass sich die realen monetären Bedingungen über einen Deflationsdruck auf das allgemeine Preisniveau normalisierten. Im Dezember 1992 schien es aber auch noch aus einem anderen Grund angebracht, das Ende des Jahres 1989 als Ausgangspunkt des Pfades zu wählen: Die Anpassungen an das SIC und an die revidierten Liquiditätsvorschriften waren theoretisch abgeschlossen. Die Nationalbank war daher der Ansicht, dass sie den Grossteil der überschüssigen Liquidität aus der Zeit von 1987 und Anfang 1988 absorbiert habe.⁵²

52 SNB, 85. Geschäftsbericht 1992, S. 8 f.; Rich (1997b), S. 32.

1991 wuchs die Notenbankgeldmenge mit 1,4% schneller, als die mittelfristige Vorgabe vorgesehen hatte, was allerdings den Erwartungen der Nationalbank entsprach. Aber es sollte Mitte 1992 werden, bis die SNB ihre geldpolitischen Zügel lockern konnte; denn die Teuerung in der Schweiz ging erst deutlich zurück, nachdem das Europäische Währungssystem in eine Krise geraten war und dies dem Abwertungsdruck auf den Frankenkurs ein Ende bereitet hatte.⁵³ Trotzdem nahm die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge in jenem Jahr ab (–1%), und zwar hauptsächlich infolge der rückläufigen Banknotennachfrage. Diese war auf die Konjunktorentwicklung und auf die sehr restriktive Geldpolitik im ersten Semester 1992 zurückzuführen, die sich über den Anstieg der Sparzinsen – mit Verzögerung – auf die Banknotennachfrage niederschlug. Erst 1993 erreichte das Wachstum der Notenbankgeldmenge schliesslich wieder 2,8% und widerspiegelte damit die Lockerung der Geldpolitik, welche die Nationalbank bereits seit einigen Jahren angestrebt hatte.

Von Ende 1992 bis Mitte 1994 näherte sich die Notenbankgeldmenge – wie gewünscht – dem mittelfristigen Wachstumspfad an, erreichte ihn jedoch nicht. Im Verlauf des zweiten Halbjahres 1994 änderte sich die Situation grundlegend, als die Nachfrage nach diesem Aggregat zurückging.⁵⁴ Die Nationalbank reagierte darauf, indem sie die Geldmarktzinsen sinken liess. Diese gaben allerdings nur wenig nach. Die Einführung der Mehrwertsteuer auf Januar 1995 nährte Befürchtungen über einen erneuten Anstieg der Teuerung. Zudem sollte die Konjunktur 1995 den Prognosen zufolge rasch anziehen, und der Zinsanstieg an den Kapitalmärkten im In- und Ausland konnte als Zeichen einer möglichen Zunahme der Inflationserwartungen gedeutet werden. Unter solchen Umständen liess die Nationalbank grosse Vorsicht walten. In der Folge vergrösserte sich der Abstand der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge zum Wachstumspfad gegen Ende 1994 wieder – ein Hinweis darauf, dass die Geldpolitik zu restriktiv wurde. Georg Rich vertrat später die Ansicht, dass die schwache Reaktion der Nationalbank auf die starke Frankenaufwertung ein Fehler gewesen sei.⁵⁵

Die erste Anwendungsperiode des mehrjährigen geldpolitischen Zielpfades ging im Dezember 1994 zu Ende. Ihre Bilanz fiel gemischt aus. Einerseits war es gelungen, die Preisstabilität wiederherzustellen und die Inflation auf unter 1% zu senken. Andererseits hatte die Nationalbank ihr Zwischenziel eindeutig verfehlt, da die durchschnittliche Wachstumsrate der saisonbereinigten No-

53 SNB, 85. Geschäftsbericht 1992, S. 10.

54 SNB, 87. Geschäftsbericht 1994, S. 9.

55 Rich (2003), S. 6.

Tabelle 4.2
**Mehrjahresziel und effektives Wachstum der saisonbereinigten
 Notenbankgeldmenge (SNBGM)**

Jahr	Zielaggregat	Ziel ¹	effektiv ¹	KPI ¹
1990	SNBGM	1,0	-2,6 ²	5,4
1991	SNBGM	1,0	1,4 ²	5,9
1992	SNBGM	1,0	-1,0 ²	4,0
1993	SNBGM	1,0	2,8 ²	3,3
1994	SNBGM	1,0	0,6 ²	0,9
1990–1994 ³		1,0	0,2	

1 jährliche Veränderung in Prozent.

2 Veränderung der Geldmenge im vierten Quartal gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal.

3 Durchschnitt.

Quelle: SNB, Geschäftsberichte (verschiedene Jahre).

tenbankgeldmenge über fünf Jahre bei 0,2% und die gesamte Differenz zum Wachstumspfad Ende 1994 bei 4% lagen. Dieser Unterschied liess sich im Wesentlichen darauf zurückführen, dass die restriktive Geldpolitik länger als ursprünglich vorgesehen fortgesetzt werden musste. Es war ja eine besonders hartnäckige Teuerung zu bekämpfen gewesen, die zu Beginn der 1990er Jahre von einer anhaltenden Frankenschwäche genährt worden war. Die Unterschreitung erklärte sich aber zum Teil auch dadurch, dass die Banken ihre Liquiditätsnachfrage immer noch den Innovationen von 1988 anpassten. 1991 konnten die Banken ihre Nachfrage nach Giroguthaben durch eine effizientere Verwaltung ihrer Liquidität noch einmal deutlich verringern.⁵⁶ Der Rückgang der Nachfrage nach Banknoten seitens des Publikums, das ab Beginn der 1990er Jahre die Mittel des bargeldlosen Zahlungsverkehrs vermehrt nutzte, wirkte sich zweifellos ebenfalls auf die Nachfrage nach Notenbankgeld aus.⁵⁷ Und schliesslich waren einige Kritiker der Ansicht, dass der mittelfristige Wachstumspfad möglicherweise zu hoch angesetzt worden war.⁵⁸ Die verschiedenen Schocks hatten die langfristige Nachfrage nach Notenbankgeld indessen nicht so stark destabilisiert, dass die Nationalbank ihre geldpolitische Strategie grundsätzlich hätte in Frage stellen müssen.

Insgesamt ergibt sich, dass die Nationalbank der Wiederherstellung der Preisstabilität während jener fünf Jahre den Vorrang vor der Einhaltung des

⁵⁶ SNB (1994), S. 264.

⁵⁷ Peytrignet (1996b), S. 23 f.; BIZ (1996).

⁵⁸ Genberg und Kohli (1997).

geldpolitischen Ziels gab. Immerhin stellte der Wachstumspfad für die Geldmenge einen nützlichen Wegweiser dar und machte – wie es von einer geldpolitischen Regel zu erwarten ist – eindeutige Vorgaben für die mittelfristige Anpassung des Geldangebots und damit für die Wiederherstellung normaler monetärer Bedingungen im Anschluss an die restriktive Geldpolitik der frühen 1990er Jahre.

Im Dezember 1994 beschloss die Nationalbank, die mehrjährige Vorgabe grundsätzlich beizubehalten und sie weiterhin auf die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge zu beziehen. Für die Periode von 1995 bis 1999 gab sie einen neuen Zielpfad vor.⁵⁹ Sie berücksichtigte die bereits genannten Faktoren sowie die Einführung der Mehrwertsteuer auf Anfang 1995, indem sie den mittelfristigen Wachstumspfad um 0,4 Mrd. Franken nach unten versetzte.⁶⁰ Allerdings legte sie den Ausgangspunkt des neuen Wachstumspfades über dem Niveau fest, das die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge im Januar 1995 effektiv erreicht hatte. Dies sollte ihr helfen, in den Folgejahren neutrale geldpolitische Bedingungen herzustellen. Da «auch inskünftig mit unerwarteten Verschiebungen der Geldnachfrage [zu] rechnen [ist], die beispielsweise von Neuerungen im Zahlungsverkehr herrühren», wollte die Nationalbank «die geldpolitische Aussagekraft der Notenbankgeldmenge und den Zielpfad [...] periodisch überprüfen und auch den Verlauf der übrigen Geldaggregate [...] genau verfolgen.»⁶¹

Die Nationalbank publizierte für die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge weiterhin Quartalsprognosen sowie zum Jahresende einen Hinweis auf die mutmassliche Entwicklung des Aggregats im Folgejahr. Damit wollte sie die Finanzmärkte über die Ausrichtung ihrer kurzfristigen Geldpolitik auf dem Laufenden halten.

Im Januar 1995 war in der Entwicklung der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge ein Bruch zu verzeichnen (Grafik 4.2). Seither bestehen die Giro Guthaben ausschliesslich aus Einlagen der in der Schweiz niedergelassenen Banken, während sie zuvor auch Einlagen einiger Institute umfasst hatten, die nicht dem Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen unterstanden. 1995 wurden die jährlichen Veränderungsraten der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge anhand der korrigierten Daten von 1994 festgelegt und im Monatsbericht der SNB für Februar 1995 veröffentlicht.⁶²

59 SNB, 87. Geschäftsbericht 1994, S. 11.

60 SNB (1994), S. 265.

61 SNB, 87. Geschäftsbericht 1994, S. 12

62 SNB, 88. Geschäftsbericht 1995, S. 39; SNB, Monatsbericht, Februar 1995, S. VII.

Ende 1994 nahm die Nationalbank eine Annäherung der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge an ihren mittelfristigen Wachstumspfad in Aussicht, indem sie für 1995 ein Wachstumsziel von etwa 2% ableitete.⁶³ Obwohl die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen deutlich von den Prognosen abwichen – der Frankenkurs stieg um 7,2% und sowohl Teuerung als auch Wirtschaftswachstum gingen zurück – nahm die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge 1995 um 1,4% zu. Die Geldmarktzinsen sanken von 4% auf rund 2%. Die SNB bestätigte diese Entwicklung, indem sie den Diskontsatz in vier Schritten herabsetzte.

1996 wuchs die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge um deutlich mehr als 1%. Eine solche Entwicklung war im Dezember 1995 zwar angekündigt worden, dennoch fiel das Wachstum höher aus als erwartet. Die Gründe für diese Entwicklung sind in einem neuen Stabilitätsproblem des Zielaggregats und im Umstand zu sehen, dass die SNB eine expansivere Geldpolitik einschlug als sie ursprünglich vorgesehen hatte. Die Konjunktur verlief nämlich unerwartet schwach, und die SNB musste etwas gegen die deflationären Tendenzen unternehmen, die durch die Frankenstärke ausgelöst worden waren. Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge überschritt den mittelfristigen Wachstumspfad bereits im August. Gemäss den Prognosen hätte sie sich in jenem Jahr dem Pfad nur annähern sollen.⁶⁴

Aus Sicht der geldpolitischen Strategie war es von Bedeutung, dass die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge zunächst Mitte 1996 und dann erneut Anfang 1997 einen Schock erlitt. Zum einen hatten 1996 einige Banken ihr Liquiditätsmanagement geändert. Sie hoben ihre Giro Guthaben bei der Nationalbank zulasten ihrer Postcheckguthaben an und erhöhten so die Nachfrage nach Notenbankgeld. Die Nationalbank passte das Angebot entsprechend an, um einen Zinsanstieg zu vermeiden, der angesichts der schlechten Stimmung in der Wirtschaft besonders unwillkommen gewesen wäre.⁶⁵ Zum anderen verzeichnete der Banknotenumlauf 1997 einen Anstieg, der weit über das Wachstum hinausging, welches angesichts der expansiven Geldpolitik von einem Rückgang der Sparheftzinsen hätte erwartet werden können. Davon waren vor allem die hohen Notenabschnitte betroffen.⁶⁶ Das Zusammenwirken dieser beiden Schocks beeinflusste die Notenbankgeldmenge so stark, dass sie den Expansionsgrad der Geldpolitik in den Folgejahren deutlich überzeichnete (Grafik 4.2). Angesichts der Unsicherheit, die Signale

63 SNB, 87. Geschäftsbericht 1994, S. 12.

64 SNB, 88. Geschäftsbericht 1995, S. 11.

65 SNB, 89. Geschäftsbericht 1996, S. 31 f.

66 SNB, 90. Geschäftsbericht 1997, S. 32.

des Zielaggregats zutreffend zu interpretieren, liess die Nationalbank 1997 wissen, dass sie von nun an vermehrt auf zusätzliche Indikatoren zurückgreifen werde: Hierbei handelte es sich um die breiteren Geldmengen, insbesondere um M_3 .⁶⁷

Die Nationalbank verzichtete hingegen darauf, ihre geldpolitische Strategie sofort grundlegend zu überarbeiten. Sie hielt es damals für denkbar, dass die Verwirklichung der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion die geldpolitische Landschaft in der Schweiz grundlegend verändern könnte. Ab 1999 sollte der Euro die Währungen von elf europäischen Mitgliedstaaten, worunter alle Nachbarländer der Schweiz, ersetzen. In Erwartung dieser geldpolitischen Revolution und angesichts der fragilen schweizerischen Konjunktur, die damals allein durch das Exportwachstum angetrieben wurde, legte die SNB das Augenmerk vor allem auf den Gang der Wirtschaft und den Frankenkurs. Sie konnte sich dies umso eher erlauben, als die Turbulenzen an den Finanzmärkten Asiens sowie die russische und brasilianische Krise von 1998 das Wirtschaftsklima verschlechterten und die mässige Zunahme von M_3 mittelfristig keine Inflationsgefahr signalisierte.

Damit verfolgte die Nationalbank bis fast ans Ende des Jahrzehnts eine expansive Geldpolitik. Der durchschnittliche Dreimonatszins lag zwischen Januar 1996 und September 1999 bei 1,6%. In den ersten Monaten des Jahres 1999 bemühte sich die SNB, den Frankenkurs zum Euro so stabil wie möglich zu halten. Dabei half ihr der Umstand, dass die Konjunktur in der Schweiz und in den Ländern der Eurozone ähnlich verlief. Im April 1999 führte die Nationalbank zeitgleich mit der Leitzinssenkung der Europäischen Zentralbank den Diskontsatz von 1% auf 0,5% zurück. Ab September stieg die Verzinsung bestimmter Einlagen an, da die Marktteilnehmer mit einer Liquiditätsverknappung zum Jahresende hin rechneten. Die Furcht vor Problemen mit der Informatik beim Übergang zum Jahr 2000 – das so genannte «Y2K»-Phänomen – trug sicherlich dazu bei. Die Nationalbank tolerierte diesen Zinsanstieg, da die anziehende Konjunktur das Inflationsrisiko tendenziell erhöhte.⁶⁸

Ende 1999 wurde die Strategie des mittelfristigen Expansionspfads für die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge aufgegeben und durch ein neues Konzept ersetzt, das in jenem Jahr entwickelt worden war.

67 SNB, 90. Geschäftsbericht 1997, S. 29.

68 SNB, 92. Geschäftsbericht 1999, S. 40.

4.3.4 Schlussfolgerungen

Mit Hilfe einer Strategie, die sich auf geldpolitische Zwischenziele abstützte und zwischen 1980 und 1999 in verschiedenen Versionen verfolgt wurde, erreichte die Nationalbank im Grossen und Ganzen zufrieden stellende Ergebnisse. Da sie diese Ziele pragmatisch interpretierte, gelang ihr die Wiederherstellung der Preisstabilität, nachdem die massiven Interventionen zur Dämpfung der Frankenhausse in den Jahren 1978 und 1979 und die übermässig expansive Wirkung der Geldpolitik nach den technischen Innovationen von 1988 Inflationsschübe verursacht hatten. Diese Strategie erlaubte es der Schweiz zudem, eine glaubwürdige autonome Geldpolitik zu betreiben, die gewiss auch dazu beitrug, dass sich die Frankenzinsen am Geld- und am Kapitalmarkt durchschnittlich um 1,5 bis 2 Prozentpunkte unter dem europäischen Niveau hielten.

Dank der im vergangenen Vierteljahrhundert praktizierten Geldpolitik bewegte sich die Inflation in der Schweiz von 1975 bis 2000 bei durchschnittlich 2,8%. Stellt diese Rate im internationalen Vergleich durchaus ein achtbares Resultat dar, so liegt sie doch mehr als zweimal so hoch wie das «erwünschte» 1%, von welchem die SNB bei der Ableitung der geldpolitischen Vorgaben ausgegangen war. Laut Rich liegt das Problem in der unangemessenen Reaktion der Nationalbank auf Verwerfungen wie etwa unerwartete Wechselkursschocks. Mit Hilfe eines kleinen makroökonomischen Modells und rationaler Erwartungen zeigt er auf, dass sich die SNB in einem Konflikt zwischen kurzfristiger Stabilität von Preisen und Produktion einerseits sowie langfristiger Preisstabilität andererseits befindet, da die Inflation mit Verzögerungen auf die Geldschöpfung reagiert. Vor allem wenn die Nationalbank auf eine unerwartete Veränderung in den Präferenzen der Anleger gegenüber Finanzaktiven optimal hätte reagieren wollen, wäre sie nicht darum herumgekommen, eine ausgeprägte kurzfristige Wechselkursvolatilität hinzunehmen, um die Preisstabilität langfristig zu wahren.⁶⁹

Indem sich die Nationalbank auf die Zwischenziele für die Notenbankgeldmenge konzentrierte, schenkte sie dem Wachstum der Kredite und der breiter definierten Geldmengenaggregate in den Jahren 1986 und 1987 womöglich zu wenig Aufmerksamkeit. Dies trug sehr wahrscheinlich zur Bildung einer spekulativen Blase im Immobiliensektor bei und rief einen neuerlichen Inflationsschub hervor, der eine weitere Phase restriktiver Geldpolitik notwendig machte. Zudem verschlechterte sich die Lage nach dem Platzen der Immobilienblase, was nicht nur die Bank- und Unternehmensbilanzen,

⁶⁹ Rich (1997a), S. 113, 140.

sondern auch die finanzielle Lage der privaten Haushalte in Mitleidenschaft zog. Beides war mitverantwortlich für das schlechte Wirtschaftsklima der frühen 1990er Jahre (siehe 4.1.2 und 4.2.2).

Dennoch kann man davon ausgehen, dass die Verwendung eines Geldmengenaggregats als Zwischenziel – oder realistischer ausgedrückt: als Hauptindikator – der schweizerischen Geldpolitik nützlich war, da man auf diese Weise die langfristigen Auswirkungen der geldpolitischen Entscheidungen nicht aus den Augen verlor.

4.4 Der Weg zur Zinssteuerung und zur Inflationsprognose

THOMAS J. JORDAN UND MICHEL PEYTRIGNET

4.4.1 Gründe für die Änderung des geldpolitischen Konzepts

Die Störungen der Nachfrage nach Notenbankgeld stellten in der zweiten Hälfte der 1990er Jahre die Eignung der Notenbankgeldmenge als Bezugsgrösse für ein monetäres Zwischenziel der Geldpolitik zunehmend in Frage. Die Nationalbank reagierte anfänglich darauf, indem sie die Geldmenge M_3 als zusätzlichen Indikator verwendete.⁷⁰ Nachdem aber die Nachfrage nach Notenbankgeld offenkundig zu unstabil geworden war, beauftragte das Direktorium im November 1998 das I. Departement damit, das geldpolitische Konzept der SNB umfassend zu überprüfen und nötigenfalls einen Vorschlag für ein neues geldpolitisches Konzept auszuarbeiten.⁷¹

Die zu diesem Zweck gebildete Arbeitsgruppe prüfte zuerst, inwiefern ein monetaristisch orientiertes Konzept mit einem monetären Zwischenziel weiterhin in Frage käme. Gemäss der ökonomischen Theorie wäre ein solches Konzept möglich, wenn ein Geldaggregat existiert, das die folgenden drei Bedingungen erfüllt:

Erstens muss die Nachfrage nach dem Geldaggregat genügend stabil sein, damit langfristig ein klarer Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum und Inflation besteht. Die Untersuchungen der Arbeitsgruppe bestätigten, dass dies bei der Notenbankgeldmenge nicht mehr der Fall war und dass keine Aussicht auf eine baldige Stabilisierung bestand. Hingegen hatten verschiedene ökonometrische Studien gezeigt, dass breiter definierte Geldaggregate – trotz zahlreicher Finanzinnovationen und Veränderungen im Zahlungsver-

70 SNB, 90. Geschäftsbericht 1997, S. 32; 91. Geschäftsbericht 1998, S. 34.

71 SNB, Protokoll des Direktoriums (1998), 19. November, Nr. 488.

halten – in den 1980er und 1990er Jahren ziemlich stabil geblieben waren.⁷² Aufgrund ihrer Stabilität wären daher die breiten Geldmengen M_1 , M_2 oder M_3 grundsätzlich als Bezugsgrösse für die Festlegung eines Zwischenziels geeignet gewesen, wobei natürlich vergangene Stabilität künftige Stabilität nicht garantiert.

Zweitens muss die Zentralbank das Geldaggregat kontrollieren können, um den gewünschten Einfluss auf die Inflation zu haben. Die breiten Geldaggregate sind allerdings schwieriger zu kontrollieren als die Notenbankgeldmenge, welche die Zentralbank als Position ihrer Bilanz weit gehend selbst bestimmt. Die Schwankungen von M_1 , M_2 und M_3 widerspiegeln nicht nur den Einfluss der Geldpolitik, sondern auch den Umfang der Kreditgewährung der Banken an Haushalte und Unternehmen und die Form, in welcher diese ihre Guthaben und Forderungen gegenüber Banken halten. Sowohl Kreditgewährung als auch Depositenhaltung sind nicht nur vom kurzfristigen – von der SNB direkt kontrollierbaren – Geldmarktzins abhängig, sondern auch von den langfristigen Zinssätzen, welche wiederum massgeblich durch die Erwartungen der Marktteilnehmer über die künftige Entwicklung beeinflusst werden. Für eine Notenbank ist es daher schwierig, ein breites Geldaggregat präzise zu steuern. Trotz solcher Schwierigkeiten bewies die Deutsche Bundesbank indes, dass eine Geldpolitik, die auf einem breiten Geldaggregat basiert, erfolgreich sein konnte. Die gemischten Erfahrungen der SNB mit den Zielen für M_1 in der zweiten Hälfte der 1970er Jahre (siehe 2.4.2 und 4.3.1) liessen jedoch vermuten, dass die Kontrollierbarkeit der breiten Aggregate in der Schweiz ungenügend war und die Einführung einer solchen Strategie durch die SNB trotz stabiler Geldnachfrage problematisch gewesen wäre.

Drittens darf das Geldaggregat nicht zu stark auf Zinsänderungen reagieren, damit Öffentlichkeit und Zentralbank den Zusammenhang zwischen dem Geldmengenwachstum und der künftigen Inflation auch in der kurzen und mittleren Frist ausreichend erkennen können. Reagieren die Geldaggregate empfindlich auf Zinsänderungen, so korreliert die Inflationsrate in einem volatilen Zinsumfeld in der kurzen und mittleren Frist nur schwach mit dem Wachstum der Geldmenge. Die Notenbank muss dann mit einer fehleranfälligen Geldpolitik und mit heiklen Problemen bei der Kommunikation mit der Öffentlichkeit rechnen, selbst wenn sie die Geldmenge genügend kontrollieren kann: Lockert sie in einer Rezession die Geldpolitik, so entfernt sich die Geldmenge bereits bei einer kleinen Zinssenkung stark von ihrem Zielwert. Interpretiert die Zentralbank dies fälschlicherweise als Hinweis auf

72 Peytrignet (1996a); Peytrignet und Stahel (1999).

neue Inflationsschübe, so bricht sie ihre Expansionspolitik wahrscheinlich zu früh ab. Fehler können ihr auch unterlaufen, wenn sich die Zinsen infolge irgendeines Marktereignisses bewegen und die Geldmengen stark darauf reagieren: Die Notenbank könnte die Entwicklung auch in diesem Fall irrtümlich als Gefahr für die Preisstabilität missverstehen. Aber selbst wenn ihr keine solchen Fehler unterlaufen, kann das Publikum die Notenbankpolitik falsch auslegen: Reagiert die Geldmenge sensibel auf Zinsbewegungen und weicht danach vom Zielwert ab, so kann das Publikum zur Ansicht gelangen, dass sich die Notenbank nicht mehr konsequent auf die Erhaltung der Preisstabilität ausrichtet. In der Schweiz sind die breiten Geldaggregate M_1 , M_2 und M_3 ziemlich zinsempfindlich. Dies sprach damals klar gegen eine Strategie mit einem Zwischenziel für eines dieser Aggregate. Die Nationalbank wäre wohl öfters gezwungen gewesen, von ihrem Geldmengenziel abzuweichen.⁷³ Dies verdeutlicht beispielsweise die Periode 1994–1998, als die Geldmenge nach dem Rückgang von Inflation und Zinsen deutlich anstieg, ohne die Preisstabilität zu gefährden. Es wäre der SNB in vergleichbaren Phasen nicht leicht gefallen, dem Publikum diese komplexen Zusammenhänge verständlich zu machen.

4.4.2 Eckwerte eines modernen Konzepts

Die Arbeitsgruppe empfahl dem Direktorium angesichts dieser Schwierigkeiten, auf eine Erneuerung der Geldmengenstrategie zu verzichten und stattdessen einen völlig neuen Ansatz zu entwickeln. Er sollte die Erfahrungen der Nationalbank ebenso berücksichtigen wie die neusten Erkenntnisse der ökonomischen Forschung. Trotz grundlegender Überarbeitung sollte das Konzept aber eine gewisse Kontinuität und Eigenständigkeit der schweizerischen Geldpolitik gewährleisten, um das Vertrauen, das sich die SNB in der Vergangenheit erworben hatte, zu erhalten. Deshalb wollte die Arbeitsgruppe weder das so genannte Inflation Targeting, das einige Zentralbanken damals eingeführt hatten, noch die Zwei-Säulenstrategie der neu gegründeten Europäischen Zentralbank (EZB) unbesehen übernehmen. Das neue Konzept der Nationalbank sollte weiterhin eine auf klaren Regeln beruhende und transparente Geldpolitik garantieren, damit die Öffentlichkeit das Verhalten der SNB richtig vorhersagen und langfristige Inflationserwartungen bilden konnte, die mit der von der Nationalbank beabsichtigten Politik kompatibel waren. Gleichzeitig sollte es aber auch eine pragmatische Geldpolitik ermöglichen und dem Direktorium genügend Spielraum belassen, um flexibel auf Schocks

73 Kugler und Rich (2002).

reagieren zu können. Die Arbeitsgruppe setzte für die weiteren Schritte am Konzept drei Eckwerte:

- Erstens sollte die Erhaltung der Preisstabilität weiterhin das Ziel der schweizerischen Geldpolitik bleiben; denn die ökonomische Literatur kommt übereinstimmend zum Schluss, dass der wesentliche Beitrag einer Notenbank zur Wirtschaftsentwicklung in der Erhaltung der Preisstabilität liegt. Auch die Erfahrungen der SNB und die Reaktionen der schweizerischen Öffentlichkeit in Inflationszeiten unterstützten diese Erkenntnis.
- Zweites sollte die SNB bei ihren geldpolitischen Entscheidungen die Aufmerksamkeit mehr auf die Zukunft richten, da Konjunktur und Teuerung nur mit einer langen Verzögerung auf geldpolitische Impulse reagieren. Die SNB musste dazu also fortan in der Lage sein, sich ein umfassendes Bild der aktuellen und der künftigen Wirtschaftslage zu verschaffen. Sie musste auch eine klare Vorstellung von der Übertragung der monetären Impulse auf die Wirtschaft haben, was beim monetaristischen Konzept nicht nötig war. Da es unterschiedliche Auffassungen über diesen so genannten Transmissionsmechanismus gibt, sollte es für die Analyse- und Prognosemodelle keine dogmatischen Einschränkungen geben, um möglichst alle geldpolitisch relevanten Aspekte erfassen zu können. Bei einem pragmatischen Vorgehen sollten auch die Geldmengen weiterhin eine wichtige Rolle spielen, solange sie nützliche Informationen über die langfristige Inflationsentwicklung liefern.
- Drittens sollten sich die geldpolitischen Entscheidungen besser kommunizieren lassen. Die SNB machte in den 1990er Jahren die Erfahrung, dass der Verlauf der Geldpolitik anhand von monetären Zwischenzielen, die bloss jährlich oder noch seltener festgelegt werden, schwierig zu erklären ist (siehe 4.3.3). Für die Märkte und die Öffentlichkeit ist es wesentlich einfacher, die Geldpolitik zu verfolgen, wenn die Notenbank ihre Entschiede über operative Zinsziele ankündigt. Die Kommunikation stimmt dann mit den von der Zentralbank am Geldmarkt in der kurzen Frist angestrebten Verhältnissen überein. Das operative Ziel sollte sich daher auf einen täglich publizierten Zinssatz und nicht mehr auf eine Geldmenge beziehen (siehe 4.6.5).

4.4.3 *Das neue Konzept der Nationalbank*

Das neue geldpolitische Konzept wurde im Frühjahr und Sommer 1999 durch die Arbeitsgruppe erarbeitet und nach verschiedenen Diskussionen und Anpassungen vom Direktorium im Herbst 1999 verabschiedet. Es trat im

Dezember 1999 in Kraft und stellt für die SNB die wichtigste geldpolitische Weichenstellung seit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen im Jahre 1973 dar.⁷⁴ Das Ziel der Geldpolitik – die Erhaltung der Preisstabilität – bleibt jedoch unverändert. Das Konzept beruht auf den folgenden drei Elementen: einer expliziten Definition der Preisstabilität als langfristiger Anker, einer Inflationsprognose als Hauptindikator für die geldpolitischen Entscheidungen und einem Zielband für den Dreimonatslibor als operatives Ziel zur Umsetzung der Geldpolitik.

Explizite Definition der Preisstabilität als langfristiger Anker

Schon während der monetaristisch geprägten Geldpolitik der Jahre 1974 bis 1999 lag den Zwischenzielen implizit eine Definition der Preisstabilität zugrunde. Da die SNB nun auf ein Geldmengenziel verzichtete, musste sie die Preisstabilität explizit definieren, um Märkten und Publikum einen Anhaltspunkt über die mittel- und langfristige Ausrichtung ihrer Politik zu geben. Sie schuf damit einen Anker für die langfristigen Inflationserwartungen und die Entwicklung nomineller wirtschaftlicher Grössen, aber auch eine Referenzgrösse, an der sich ihre Geldpolitik messen liess. Die SNB definierte Preisstabilität als jährlichen Anstieg des Landesindex der Konsumentenpreise (Konsumentenpreisindex, KPI) von unter 2%. Dabei ist – wie die SNB wiederholt klar gemacht hat – ein anhaltend sinkendes Preisniveau mit dieser Definition nicht kompatibel.⁷⁵

Einen Konsens über die genaue Definition der Preisstabilität hatte die SNB erst nach längerer Diskussion gefunden. Die Einigung war unter anderem dadurch erschwert worden, dass zuvor verschiedene Exponenten der SNB Preisstabilität öffentlich leicht unterschiedlich definiert hatten. Ein erster Diskussionspunkt betraf den Index, auf den sich die Definition beziehen sollte. Hier drängte sich der KPI auf, weil die schweizerische Bevölkerung mit ihm wohl vertraut ist. Die Wahl eines weniger bekannten Inflationsmasses, wie der Kernteuerung, hätte die Kommunikation erschwert. Trotzdem ist der KPI kein ideales Mass für die Entwicklung der tatsächlichen Teuerung: Die Gewichtung der einzelnen Güter bleibt über eine gewisse Zeit unverändert, obwohl die Konsumenten ihren Güterkorb der Preisentwicklung anpassen, neue Produkte am Markt erscheinen und bestehende in besserer Qualität angeboten werden. Der KPI ist daher mit Messfehlern behaftet. Die SNB schätzte damals, dass er die tatsächliche Inflation um rund 0,5%–1% zu hoch wieder-

74 SNB (1999); Meyer (2000); SNB, 92. Geschäftsbericht 1999, S. 33.

75 Dazu beispielsweise SNB (1999), S. 9.

gab. Zudem sind Schwankungen des KPI von $\pm 1\%$ um den Inflationstrend nichts Ungewöhnliches und verlangen keine geldpolitische Reaktion. Aufgrund dieser Überlegungen kam die Nationalbank zum Schluss, dass eine mit dem KPI gemessene Teuerung von bis zu 2% mit effektiver Preisstabilität kompatibel sei.

Ein zweiter Diskussionspunkt betraf die Frage, ob eine Untergrenze für die Preisstabilität bestimmt werden sollte. Die SNB entschied sich aus mehreren Gründen dagegen – und damit auch gegen ein explizites Band für den Bereich der Preisstabilität. Erstens hätte ein Band von 0%–2% ein Stabilitätsziel von 1% mit einer mutmasslichen Streuung von $\pm 1\%$ impliziert. Die SNB wollte jedoch nicht den Anschein erwecken, immer genau 1% Inflation anzustreben; denn jede positive Inflationsrate unterhalb von 2% ist für sie grundsätzlich mit Preisstabilität vereinbar, und es spielt keine Rolle, ob die Inflation längere Zeit nahe bei 2% oder unterhalb von 1% verläuft. Sie will und kann in diesem Bereich keine Feinsteuerung vornehmen. Zweitens wollte die SNB die Untergrenze für die Inflationsrate auch nicht auf der Höhe festlegen, die dem mutmasslichen Messfehler des KPI entsprochen hätte. Einerseits war dessen genaues Ausmass unbekannt. Andererseits wollte die SNB vermeiden, bei jeder Revision der Berechnungsweise des KPI, welche auch diesen Fehler verändert, gleich mit einer Anpassung ihrer Definition der Preisstabilität reagieren zu müssen.

Inflationsprognose als Hauptindikator

Als Ersatz für das Geldmengenziel brauchte die Nationalbank einen neuen Wegweiser für ihre geldpolitischen Entscheidungen. Wegen der langen, bis zu drei Jahren dauernden Verzögerung zwischen einem monetären Impuls und dessen Wirkung auf Konjunktur und Preise lag die Verwendung einer Inflationsprognose nahe. Zwar hatte man bereits die Geldmengenentwicklung als eine Art einfache Inflationsprognose betrachten können. Die Erfahrungen der SNB zeigten jedoch, dass es mitunter problematisch ist, die Geldpolitik auf eine einzige solche Informationsvariable auszurichten. Die Inflationsprognose sollte daher breit abgestützt sein und alle relevanten Informationen beinhalten. Da das Direktorium auch einen gewissen Entscheidungsspielraum benötigt, sollte die Inflationsprognose im neuen Konzept als Hauptindikator und nicht als eigentliches Zwischenziel dienen. Das heisst, die SNB kann unter Umständen Entscheidungen treffen, die sich nicht oder nicht ausschliesslich auf die Inflationsprognose abzustützen brauchen.

Die SNB erstellt ihre Inflationsprognose anhand verschiedener ökonomischer Modelle (Struktur- und Zeitreihenmodelle) sowie von Einzelindi-

katoren (beispielsweise Output-Lücke, Index der monetären Bedingungen, Zinskurve, Wechselkurs, Geldmengenüberhang). Anschliessend werden diese Informationen mit Expertenwissen im Sinne einer Synthese zu einer Konsensprognose verdichtet. Am kurzen Ende des Prognosehorizonts (bis zu einem Jahr) dominieren Zeitreihenmodelle und Indikatoren aus Finanzmarktdaten wie dem Wechselkurs und der Zinskurve. Bei einem Horizont von einem bis zwei Jahren prägen Strukturmodelle sowie Indikatoren aus der Konjunkturanalyse die Inflationsprognose, und bei einem Horizont ab zwei Jahren überwiegen monetäre Indikatoren.

Die Bedeutung und Gewichtung der verschiedenen Modelle kann sich im Zeitablauf ändern. Bewusst verzichtet die SNB darauf, ein zentrales Prognosemodell zu entwickeln: Zum einen hatte sie bei Einführung des neuen Konzepts noch zu wenig Erfahrung, um sich auf ein einziges Prognosemodell festzulegen. Zum anderen ist das Wissen über den monetären Transmissionsmechanismus zu unvollständig, um die Realität in einem einzigen Modell zufrieden stellend abbilden zu können. Darüber hinaus ist es leichter, neue Indikatoren und Modelle sowie neues theoretisches Wissen in die Prognosestätigkeit einzubauen, wenn kein zentrales Modell existiert. Diese Offenheit des Konzepts soll es der SNB ermöglichen, ihre Prognosetechnik laufend zu verbessern.

Bei ihrer Prognosestätigkeit unterstellt die SNB einen über den Prognosehorizont unveränderten Dreimonatszins. Sie arbeitet also mit so genannten bedingten Prognosen. Zeigt eine Prognose beim vorgegebenen Zinsniveau eine dauerhafte Abweichung von der Preisstabilität an, so besteht geldpolitischer Handlungsbedarf. Die SNB reagiert darauf jedoch nicht mechanisch, wie dies beim strikten Inflation Targeting der Fall wäre. Vielmehr hängt es vom wirtschaftlichen Umfeld ab, wie rasch sie die Anpassung der Zinssätze vornehmen will.

Die Inflationsprognose soll auch eine wichtige Rolle in der Kommunikation spielen und zur Transparenz der Geldpolitik beitragen. Die Nationalbank publiziert ihre Prognose daher regelmässig. Bis 2002 tat sie es halbjährlich (im Juni und Dezember) an einer auf die Lagebeurteilung folgenden Pressekonferenz. Im März 2003 ging sie auf einen vierteljährlichen Publikationsrhythmus über. Dabei veröffentlicht sie Punktprognosen ohne Angabe der Fehlermarge. Die Risiken, mit denen sie behaftet sind, erläutert die SNB in einer begleitenden Pressemitteilung. Sie publiziert auch die Grundzüge der weltwirtschaftlichen Szenarien, die sie ihren Prognosen im konkreten Fall zugrunde legt.

Zielband für den Dreimonatslibor als operatives Ziel

Die Nationalbank setzt ihre Geldpolitik in die Praxis um, indem sie als operatives Ziel ein Zielband für den Dreimonatslibor für Schweizer Franken festlegt. Es umfasst üblicherweise einen ganzen Prozentpunkt. Die SNB gibt zudem bekannt, welchen Bereich des Zielbandes (obere Hälfte, Mitte, untere Hälfte) sie anpeilen will. Der Libor (London Interbank Offered Rate) ist ein Zinssatz, den eine erstklassige Bank für einen ungesicherten Kredit am Geldmarkt bezahlt. Die British Bankers' Association (BBA) fixiert ihn täglich um 11 Uhr. Am Frankenmarkt dienen ihr als Berechnungsbasis die Zinssätze von mindestens acht aufgrund ihrer Reputation ausgewählten Banken. Bei der Mittelwertberechnung schliesst die BBA das Quartil mit den höchsten und dasjenige mit den niedrigsten Zinssätzen aus.

Ein derartiges operatives Ziel ist in dreierlei Hinsicht unüblich. Erstens verwendet die SNB als Referenzsatz keinen ganz kurzfristigen Geldmarktsatz (beispielsweise Tagesgeldsatz), sondern einen Marktzins mit einer Fristigkeit von drei Monaten. Zweitens legt sie ein Zielband und nicht ein Punktziel fest. Und drittens bezieht sich das Ziel auf einen Zinssatz, der ausserhalb des Heimmarktes bestimmt wird.

Diese Wahl hing damit zusammen, dass die SNB in der Lage sein muss, angesichts der grossen Offenheit der schweizerischen Wirtschaft und der engen internationalen Verflechtungen ihres Finanzplatzes auf Änderungen an den Finanzmärkten rasch zu reagieren. Dabei geht es oft darum, mit temporären und limitierten Eingriffen am Geldmarkt exogene Störungen auszugleichen oder im Keime zu ersticken. Zu Zeiten der monetaristischen Geldpolitik hatte die SNB ihr operatives Ziel nicht publik gemacht. Sie konnte daher sehr flexibel auf Störungen an den Finanzmärkten reagieren und kurzfristig von ihrem operativen Ziel abweichen, ohne dies dem Publikum erklären zu müssen. Für die neue, transparentere Strategie musste die SNB ein operatives Ziel finden, das ihr genügend Flexibilität ermöglicht. Mit einem Zinsband für einen Dreimonats-Zinssatz kann sie die Liquiditätszufuhr temporär variieren, ohne dass dies sofort zu einer Verletzung des operativen Ziels führt. Ein breites Zinsband ist aber auch darum notwendig, weil der Dreimonatssatz im Gegensatz zum Tagesgeldsatz nicht vollständig der Kontrolle der Notenbank unterliegt, sondern auch auf die Erwartungen der Marktteilnehmer über die künftigen Entwicklungen reagiert.

Für den Libor als Referenz-Zinssatz entschied sich die SNB aus drei Gründen: Er ist wirtschaftlich relevant, der einzelne Marktteilnehmer kann ihn nicht manipulieren, und in der Schweiz fand sich keine geeignete Alternative. Dass der Libor in London bestimmt wird, stellt für die SNB kein Problem

dar; denn mit ihren geldpolitischen Operationen beeinflusst sie als einzige Institution, die unbeschränkt Frankenliquidität schaffen kann, alle Geldmarktsätze für Franken weltweit.

Rolle der Geldaggregate und der Wechselkurse

Die Geldaggregate bleiben für die Nationalbank auch unter dem neuen geldpolitischen Konzept wichtige Indikatoren, um die Inflation zu prognostizieren. Insbesondere M_3 ist bei einem Horizont ab zwei Jahren ein guter Indikator. Dabei interessiert nicht nur die Wachstumsrate des Geldaggregats. Der Geldüberhang, der sich aus dem Unterschied zwischen dem beobachteten Niveau und einem theoretischen Gleichgewichtsniveau errechnen lässt, spielt ebenfalls eine bedeutende Rolle. Ausserdem gewähren die Geldaggregate frühzeitige Informationen über den aktuellen Konjunkturverlauf, da sie deutlich früher als die Zahlen der nationalen Buchhaltung verfügbar sind und die nachträgliche Revision der Werte gering ausfällt.

Wechselkurse, insbesondere der Frankenkurs zum Euro, spielen im neuen Konzept auch eine Rolle, indem ihre Entwicklung als wichtiger Faktor in die Inflationsprognose eingeht. Sie wirken über die Importpreise direkt sowie über ihren Einfluss auf den Aussenhandel – und damit auf die Ausschöpfung der Produktionskapazitäten – indirekt auf die Inflation ein. Die SNB verfolgt aber kein Wechselkursziel.

Entscheidungsfindung im neuen Konzept

Die Einführung des neuen Konzepts hatte auch Auswirkungen auf den Prozess der geldpolitischen Entscheidungsfindung. Die SNB hält zwar am vierteljährlichen Rhythmus ihrer ordentlichen Lagebeurteilungen in den Monaten März, Juni, September und Dezember fest. Wesentlich aufwendiger als unter dem monetaristischen Konzept ist aber die Vorbereitung der Entscheidungsfindung, die eine Aufgabe des I. Departements bleibt.

Rund sechs Wochen vor einer Lagebeurteilung werden dem Direktorium ein Basisszenario und üblicherweise zwei Alternativszenarien zur weltwirtschaftlichen Entwicklung zur Genehmigung unterbreitet. Sie bilden die Grundlagen für die Prognosen. Die SNB wollte die Effizienz des Entscheidungsverfahrens steigern und legte fest, dass sich das Direktorium bereits zu Beginn des Prognoseprozesses über die Grundlagen einigt. Anschliessend erstellen die Ökonomen die Prognosen anhand von ökonometrischen Modellen, worauf die zuständigen Stellen die Ergebnisse besprechen und sich auf eine Konsensprognose einigen. Das Direktorium erhält die Unterlagen zusammen mit einem konkreten Vorschlag über die weitere Geldpolitik rund

eine Woche vor der Lagebeurteilung. An der Lagebeurteilung trifft es dann den geldpolitischen Entscheid und beauftragt das III. Departement mit dessen Umsetzung.

Kommunikation und Transparenz

Mit der Einführung des neuen Konzepts wollte die SNB auch die Kommunikation und Transparenz ihrer Geldpolitik verbessern. Sie legte Wert darauf, ihr Konzept der Öffentlichkeit ausführlich zu erläutern und zu dokumentieren. Daher publizierte sie auch die wichtigsten Modelle, auf die sie ihre Inflationsprognosen abstützte, in ihrem Quartalsheft.⁷⁶

Die Nationalbank legt aber auch grossen Wert auf die Information über die laufende Politik: Nach jeder vierteljährlichen Lagebeurteilung veröffentlicht sie eine ausführliche Pressemitteilung mit dem aktuellen Zielband für den Dreimonatslibor und dem Bereich, den sie innerhalb des Bandes anstreben will, sowie der dazugehörenden neuen Inflationsprognose. Wichtig ist ihr dabei eine Begründung des geldpolitischen Entscheids. Im Juni und im Dezember stellt sie diese Informationen zudem anlässlich einer Pressekonferenz zur Verfügung. Einige Wochen nach der Lagebeurteilung veröffentlicht sie in ihrem Quartalsheft den «Bericht über die Geldpolitik», welcher eine detaillierte Darstellung aller für die Geldpolitik relevanten Indikatoren enthält.

Bei einer geldpolitischen Entscheidung ausserhalb der vierteljährlichen Lagebeurteilungen veröffentlicht die SNB ebenfalls eine Pressemitteilung, die den Entscheid begründet und die Lage des neuen Zielbandes angibt. In diesen Fällen publiziert die Nationalbank aber keine neue Inflationsprognose. Einen wichtigen Teil der Kommunikation bilden auch die Auftritte der Bankleitung und der SNB-Ökonomen bei Anlässen und Konferenzen, an denen sie das geldpolitische Konzept oder die aktuelle Geldpolitik erläutern.

Unterschiede zum Inflation Targeting

Viele Zentralbanken, die von Geldmengenzielen abgekommen sind, bezeichnen ihre neue geldpolitische Strategie als Inflation Targeting. Obwohl gewisse Gemeinsamkeiten mit diesen Strategien existieren, verzichtete die Nationalbank bewusst darauf, ihr Konzept als Inflation Targeting zu bezeichnen. Aus ihrer Sicht sind folgende Unterschiede wichtig:

- Das Konzept der SNB arbeitet zwar mit einer Definition der Preisstabilität, jedoch nicht mit einem eigentlichen Inflationsziel. Mit dieser Unter-

⁷⁶ Jordan und Peytrignet (2001); Stalder (2001); Jordan et al. (2002); Jordan und Savioz (2003).

scheidung will die SNB unterstreichen, dass ihr Stabilitätsziel für eine längere Zeit Gültigkeit haben soll und sie es nicht aufgrund von kurzfristigen politischen Überlegungen ändern will. Dagegen legen Länder, die ein Inflation Targeting verfolgen, ihre Inflationsziele üblicherweise periodisch neu fest.

- Die SNB definierte im Rahmen ihres gesetzlichen und verfassungsmässigen Mandats selbst, was sie genau unter Preisstabilität versteht. Dies ist ein wesentlicher Unterschied zu Strategien, bei denen die Regierung das Inflationsziel bestimmt. In der Schweiz ist somit ausgeschlossen, dass der Bundesrat oder das Parlament, etwa aus politischen Gründen, ein mit Preisstabilität nicht kompatibles Inflationsziel fixieren können.
- Ein weiterer wesentlicher Unterschied liegt darin, dass die Inflationsprognose im Konzept der SNB den Hauptindikator für die Geldpolitik darstellt, jedoch kein eigentliches Zwischenziel ist. Das Konzept der SNB sieht keine Feinsteuerung der Inflation vor, und die Nationalbank kann temporäre Abweichungen vom Bereich der Preisstabilität in Kauf nehmen, wenn es die Umstände erfordern. Nach einem inflationären Schock verfügt sie beispielsweise über einen Ermessensspielraum in Bezug auf den Zeitraum, in dem sie die Preisstabilität wiederherstellen will. Sie kann damit Rücksicht auf die realwirtschaftlichen Folgen ihrer Politik nehmen. Bei einem echten Inflation Targeting hingegen muss die Notenbank ihre Geldpolitik permanent darauf ausrichten, dass ihr Zwischenziel – die Inflationsprognose – für den vorgegebenen Horizont immer genau dem Inflationsziel entspricht.

4.4.4 Die Geldpolitik im Rahmen des neuen Konzepts

Die Politik der SNB lässt sich seit der Einführung des neuen Konzepts in drei Phasen unterteilen: Die erste Phase von Dezember 1999 bis Mitte 2001 stand im Zeichen einer sukzessiven Straffung der Geldpolitik. Darauf folgte eine geldpolitische Expansion, in welcher die SNB den Leitzins beinahe auf 0% senkte. Sie dauerte bis ins erste Halbjahr 2004. In der dritten Phase leitete die SNB zu einer graduellen Normalisierung über.

Phase 1: Ende 1999 bis Frühjahr 2001 – Straffung

Als die Nationalbank an der Pressekonferenz vom 10. Dezember 1999 ihr neues Konzept präsentierte, stellte sie eine leichte Straffung ihrer Geldpolitik für das Jahr 2000 in Aussicht. Sie legte das Zielband für den Dreimonatslibor auf 1,25%–2,25% fest und publizierte ihre erste Inflationsprognose unter der Annahme eines konstanten Libors von 1,75%. Dabei prognostizierte sie

für die folgenden drei Jahre eine leicht steigende, aber die Preisstabilität nicht gefährdende Inflation.

Bereits im Verlauf des Januars 2000 wurde aber zunehmend klarer, dass die Konjunkturerholung in der Schweiz wegen der Stärke des weltweiten Wirtschaftsganges und wegen des relativ schwachen Frankens deutlich kräftiger ausfallen würde, als noch im Dezember 1999 erwartet worden war. Daher steuerte die SNB den Libor ab Mitte Januar zuerst an den oberen Rand des Zielbandes und hob dieses noch während des gleichen Jahres in drei Schritten um insgesamt 1,75 Prozentpunkte an.

Der erste Zinsschritt erfolgte schon am 3. Februar – also noch vor der ersten vierteljährlichen Lagebeurteilung – mit einer Erhöhung des Zielbandes um einen halben Prozentpunkt auf 1,75%–2,75%. Den Libor steuerte die SNB in den mittleren Bereich des neuen Bandes. Sie erachtete diese ausserplanmässige Zinserhöhung als nötig, weil sich der Franken gegenüber dem Dollar abgeschwächt hatte, was eine unerwünschte Lockerung der monetären Bedingungen bedeutete.

Die nach dem ersten Zinsschritt bekannt gewordenen Wirtschaftsdaten bestätigten schnell, dass die schweizerische Konjunktur in der zweiten Hälfte des Jahres 1999 stark an Fahrt gewonnen hatte und dass der Aufschwung breit abgestützt war. Auch auf dem Arbeitsmarkt waren erste Zeichen einer Überhitzung zu erkennen, und der Franken blieb weiterhin relativ schwach. Angesichts dieses Umfelds wollte die SNB rasch handeln, um einem Anstieg der Inflationsrate zuvorzukommen. In einer ähnlichen Situation Ende der 1980er Jahre hatte sie bei stark anziehender Wirtschaft zu spät reagiert. Diesen Fehler wollte sie diesmal vermeiden. An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 23. März 2000 hob sie das Zielband für den Libor darum gleich um 0,75 Prozentpunkt auf 2,5%–3,5% an und visierte zu Beginn einen Zins in der Mitte des Bandes an. Dieser zweite Zinsschritt war in seinem Ausmass ungewöhnlich deutlich und signalisierte den Märkten die Entschlossenheit der SNB, der wachsenden Inflationsgefahr zu begegnen und eine gegenüber der EZB autonome Geldpolitik zu führen. Nachdem der Frankenkurs des Euro seit Anfang 1999 bei 1.60 gelegen hatte, wertete sich der Franken nun deutlich auf. Dies verschärfte den Restriktionsgrad der Politik zusätzlich.

Dennoch beschleunigte sich das Wirtschaftswachstum. Nachdem der Libor wegen der Erwartung steigender Zinsen schon während der ersten Junihälfte in den oberen Bereich des Zinsbandes gestiegen war, entschied sich die Nationalbank an der Lagebeurteilung vom 15. Juni 2000 zu einem dritten Zinsschritt. Sie erhöhte das Zielband um einen weiteren halben Prozentpunkt auf 3%–4% und strebte fortan einen Libor von 3,5% an. Bei dieser Gelegen-

heit veröffentlichte die SNB ihre zweite Inflationsprognose. Ihr war zu entnehmen, dass die Preisstabilität dank rechtzeitiger Straffung der Geldpolitik zwar mittelfristig gewahrt bleiben würde. Hingegen erwartete die SNB angesichts des starken Wirtschaftsaufschwungs, des Ölpreisanstiegs und wegen der grossen Verzögerung, mit der geldpolitische Massnahmen die Preisentwicklung beeinflussen, für das Jahr 2001 einen vorübergehenden Anstieg der Inflation über die 2%-Marke. Sie nahm aber an, dass mit der vorgenommenen Straffung der Geldpolitik die Inflation bereits im Jahr 2002 wieder unter die Grenze von 2% fallen würde. An den Lagebeurteilungen vom 14. September und 8. Dezember 2000 entschied sich die SNB deshalb, das Zielband unverändert bei 3%–4% zu belassen und weiterhin einen Libor von 3,5% anzustreben.

Der unerwartete Anstieg des Inflationsdruckes Anfang 2000 hatte das neue Konzept gleich nach seiner Einführung einer Bewährungsprobe ausgesetzt, die es aber gut bestand. Die Inflationsprognose und die Wahl einer breiten Informationsbasis, auf welche die SNB ihre Entscheide nunmehr abstützte, erwiesen sich sowohl bei den geldpolitischen Entscheiden als auch bei der Kommunikation als sehr nützlich und erfolgreich. Das breite Zielband gewährte der Nationalbank genügend Freiraum bei der Umsetzung ihrer Politik. Die frühe Bewährungsprobe hatte der SNB zudem die Gelegenheit geboten, die Märkte bereits kurz nach Einführung des neuen Konzepts von ihrer gegenüber der EZB autonomen Geldpolitik zu überzeugen. Die Medien und die Öffentlichkeit nahmen das Konzept gut auf und erkannten darin einen merklichen Fortschritt in Bezug auf die Transparenz.

Phase 2: Frühjahr 2001 bis Mitte 2004 – Lockerung und Tiefzinspolitik

Im Verlauf des ersten Quartals 2001 hatten sich die Konjunkturrisiken deutlich erhöht. Zwar konnte die Exportindustrie noch vom robusten Wirtschaftsgang in Europa profitieren, aber die unerwartet rasche und starke Abkühlung der amerikanischen Konjunktur, das Platzen der weltweiten Aktienkursblase und die Verlangsamung der wirtschaftlichen Aktivität in Asien drohten die Exportentwicklung in der Schweiz schon sehr bald zu bremsen. Trotz einer vergleichsweise robusten Binnennachfrage musste die Nationalbank ihre Wachstumsprognosen reduzieren. Dies und der Rückgang des Erdölpreises veranlassten sie, die Inflationsgefahren neu einzuschätzen. Das Risiko, dass die Inflation die Marke von 2% überschreiten würde, hatte sich deutlich verringert. An ihrer Lagebeurteilung vom 22. März 2001 beschloss die SNB daher eine leichte Kurskorrektur und senkte das Zielband für den Libor um einen Viertelprozentpunkt auf 2,75%–3,75%.

An der Lagebeurteilung vom 14. Juni 2001 liess die SNB das Zielband unverändert. Ihre Prognose, die auf einem Libor von 3,25% basierte, zeigte eine Inflation, die in den drei nachfolgenden Jahren nahe bei 2% verharren würde. Aber schon bald wurde klar, dass das Wirtschaftswachstum in den USA unter den Erwartungen liegen würde. Gleiches traf auch für Europa und insbesondere für Deutschland zu. Die SNB musste ihre Wachstumsperspektiven für die Schweiz erneut zurücknehmen.

Nach den Terroranschlägen vom 11. September 2001 entschied sich die SNB am 17. September, d. h. 3 Tage vor ihrer planmässigen Lagebeurteilung, die Zinsen gleichzeitig mit dem Federal Reserve Board und der EZB zu senken, um die Unsicherheit an den Märkten zu dämpfen. Sie reduzierte das Zielband um einen halben Prozentpunkt auf 2,25%–3,25%, eine Massnahme, die das Direktorium an der ordentlichen Lagebeurteilung vom 20. September ohnehin beschlossen hätte und welche die Märkte bereits erwartet hatten. Die SNB strebte wiederum einen Libor im mittleren Bereich des Zielbandes an.

Da mehrere Zentralbanken die Zinsen ebenfalls senkten, blieben die Zinsunterschiede zwischen den Währungen praktisch unverändert. Trotzdem wertete sich der Franken wegen der tragischen Ereignisse gegenüber dem Euro und dem US-Dollar auf und spielte von neuem seine historische Rolle als sicherer Hafen. Die SNB äusserte sich daher besorgt über die Frankenstärke, insbesondere gegenüber dem Euro. An einer ausserordentlichen Lagebeurteilung am 24. September 2001 – nur sieben Tage nach dem letzten Zinsschritt – beschloss sie, das Zielband nochmals um einen halben Prozentpunkt auf 1,75%–2,75% zu senken, um die aus der Aufwertung des Frankens resultierende Verschärfung der monetären Rahmenbedingungen zu kompensieren.

Die ausgeprägte Verschlechterung der weltweiten Konjunkturaussichten, die Höherbewertung des Frankens und verhaltene Inflationsrisiken veranlassten die SNB an ihrer Lagebeurteilung vom 7. Dezember 2001, das Zielband um einen weiteren halben Prozentpunkt auf 1,25%–2,25% zu reduzieren. Die gleichzeitig publizierte Inflationsprognose blieb über den gesamten Prognosezeitraum hinweg deutlich unter der Marke von 2%.

An seiner Lagebeurteilung vom 21. März 2002 entschied das Direktorium, die Geldpolitik unverändert zu belassen. Es behielt sich jedoch explizit vor, rasch auf allfällige unerwartete Veränderungen der weltwirtschaftlichen Lage oder auf Turbulenzen an den Devisenmärkten zu reagieren. Wenige Tage später senkte die Nationalbank angesichts eines neuerlichen Frankenkursanstiegs die Reposätze um rund einen Achtelprozentpunkt, worauf sich der Libor um dieselbe Grössenordnung zurückbildete. An einer ausserordent-

lichen Lagebeurteilung am 2. Mai 2002 reagierte das Direktorium auf die hartnäckige Frankenstärke wiederum mit einer Reduktion des Zielbandes um einen halben Prozentpunkt auf 0,75%–1,75% und liess dieser Massnahme am 26. Juli 2002 – ebenfalls ausserplanmässig – einen weiteren Schritt folgen. Das Zielband lag nun bei 0,25%–1,25%. Dieser Lockerung waren Meldungen vorausgegangen, die auf ein unter den Erwartungen verlaufendes Wirtschaftswachstum hindeuteten. Den expansiven geldpolitischen Kurs hielt die SNB in der Folge bei, weil sie angesichts der Unwägbarkeiten rund um die weltwirtschaftliche Entwicklung nicht damit rechnete, dass sich die Schweizer Wirtschaft vor Mitte 2003 erholen würde. Die kurz- und mittelfristige Preisstabilität sah sie nicht gefährdet. Indes zeigte die Inflationsprognose vom Dezember 2002, dass diese Politik längerfristig nicht mit Preisstabilität vereinbar war.

Anfang 2003 verschlechterte sich die wirtschaftliche Situation erneut. Es kam die Befürchtung auf, dass die USA und Europa in eine Deflation abgleiten könnten. Zur Unsicherheit trug der Irak-Konflikt bei. In der Schweiz hatte sich das Geschäftsklima markant verschlechtert, und die Erwartung eines Aufschwungs in der zweiten Jahreshälfte schien kaum mehr realistisch zu sein. Zudem bestand noch immer das Risiko einer weiteren Frankenaufwertung. Die Inflation ging deutlich zurück – sie lag nur noch knapp über 0% –, so dass die SNB nicht mehr ausschloss, dass die Teuerung sogar in den negativen Bereich fallen könnte. Der Libor bewegte sich mit knapp über 0,5% deutlich unterhalb des ursprünglich angestrebten Werts. Vor diesem Hintergrund beschloss das Direktorium an einer ausserordentlichen Lagebeurteilung am 6. März 2003, das Zielband nochmals um einen halben Prozentpunkt auf 0,0%–0,75% zu senken und den Libor fortan im Bereich von 0,25% zu halten. Die Breite des Zielbands betrug damit nur noch 0,75 Prozentpunkt. Um die Vorgaben zu erreichen, führte die SNB Repogeschäfte zu 0,11% durch, was einem historischen Tiefstand für die kurzfristigen Zinsen in der Schweiz gleichkam. Das Ausmass und der Zeitpunkt des Entscheids überraschten die Märkte. Die Massnahme erwies sich im Rückblick als taktisch optimal gewählt: Das Signal der SNB war so stark, dass sich der Franken über die nachfolgenden Monate kontinuierlich abschwächte. Trotz der relativ kleinen Zinssenkung gelang es der SNB in dieser kritischen Phase, eine deutlich expansivere Geldpolitik einzuleiten, um der Gefahr einer Deflation vorzubeugen.

Ende 2002 hatte die SNB angekündigt, ihre aktualisierte Inflationsprognose künftig bei jeder vierteljährlichen Lagebeurteilung zu publizieren. Schon im März 2003 verfügten Märkte und Publikum über eine neue Pro-

gnose. Sie basierte auf einem Libor von 0,25% und zeigte einen Anstieg der Inflation ab Mitte 2004, der als Folge der nochmals expansiveren Geldpolitik ausgeprägter ausfiel als im Dezember 2002. Bei einer unveränderten Geldpolitik wäre die Obergrenze des Bereichs der Preisstabilität im Verlaufe des Jahres 2005 überschritten worden. Die Nationalbank schätzte die ihr verbleibende Zeit jedoch als genügend ein, um den expansiven Kurs korrigieren und die Preisstabilität auch mittelfristig gewährleisten zu können. Bis zu Beginn des zweiten Halbjahres 2004 hielt sie das Zielband darum bei 0%–0,75% und strebte einen Libor von 0,25% an.

Die SNB stand in dieser zweiten Phase vor grossen geldpolitischen Herausforderungen. Das neue Konzept erlaubte ihr, einer Serie negativer Schocks auf die Weltwirtschaft – insbesondere dem Platzen der Aktienkursblase im Technologiesektor, der Unsicherheit nach den Terroranschlägen vom 11. September 2001, dem Ausbruch der Lungenkrankheit SARS sowie dem Beginn des Irak-Krieges – angemessen zu begegnen. Mit einer Senkung des Zielbandes für den Libor um insgesamt 3,25 Prozentpunkte gelang es ihr in einer für die schweizerische Wirtschaft äusserst heiklen Situation, die Aufwertungstendenzen des Frankens zu brechen, ohne jedoch die Preisstabilität zu gefährden. Der Entscheid vom 6. März 2003 zeigte exemplarisch, dass sich die SNB nicht mechanistisch nach der Inflationsprognose richtete, denn obwohl diese damals keine Zinssenkung nahe gelegt hatte, nahm das Direktorium nach Abschätzung aller Risiken eine Reduktion des Zielbandes vor.

Phase 3: Ab Mitte 2004 – Graduelle Normalisierung

Die Senkung der Zinsen auf nahezu 0% war in einer aussergewöhnlichen Situation vorgenommen worden. Als sich die Gefahr einer Deflation verflüchtigte, suchte die SNB nach einem geeigneten Ausstieg aus ihrer Tiefstzinspolitik. In der Diskussion um diese so genannte Exit-Strategie ging es vor allem um den Zeitpunkt und um die Geschwindigkeit der notwendigen Zinserhöhungen. Das Direktorium entschied sich für einen graduellen Normalisierungsprozess, dessen Geschwindigkeit es von der weiteren Entwicklung der Wirtschaft und der Inflation abhängig machte. Den ersten Schritt vollzog es am 17. Juni 2004, als es das Zielband um einen Viertelprozentpunkt auf 0%–1% an hob und dem Zielband wieder die ursprüngliche Breite von einem Prozentpunkt gab. Innerhalb des Bandes strebte die SNB einen Libor von 0,5% an. Auch nach dieser Zinserhöhung blieb die Geldpolitik äusserst expansiv. Sie sollte die sich abzeichnende Konjunkturerholung stützen. Bei einem vorgegebenen Libor von 0,5% liess die Inflationsprognose zwischen 2004 und 2006 eine mittlere Teuerung von unter 2% erwarten, die sich jedoch

ab Mitte 2005 deutlich beschleunigte. An der Lagebeurteilung vom 16. September 2004 konnte das Direktorium feststellen, dass sich die Konjunktur den Erwartungen der SNB gemäss belebt hatte und dass von einer Fortsetzung des Aufschwungs auszugehen war. Es beschloss daher, das Zielband um einen weiteren Viertelprozentpunkt auf 0,25%–1,25% anzuheben.

An der Lagebeurteilung vom 16. Dezember 2004 entschied die Nationalbank, den Prozess der geldpolitischen Normalisierung vorerst zu unterbrechen, denn der Aufschwung in der Schweiz hatte sich verlangsamt. Zusammen mit der Dollarschwäche und dem Abbau des Geldüberhangs führte dies zu einer Verminderung des mittelfristigen Inflationsdrucks. Gemäss Prognose hätte sich die Inflation bei unveränderter Geldpolitik erst im Verlaufe von 2006 beschleunigt. Eine Fortsetzung der Normalisierung zu diesem Zeitpunkt hätte den Aufschwung möglicherweise gefährdet.

Die Dynamik der Schweizer Wirtschaft blieb auch in der ersten Hälfte 2005 verhalten. Vor allem die Konjunkturschwäche in Europa führte zu einer enttäuschenden Entwicklung der schweizerischen Exporte und Ausrüstungsinvestitionen. Als Folge des rekordhohen Erdölpreises stieg die Unsicherheit über die Aussichten für die Weltwirtschaft. Die SNB konnte ihre expansive Geldpolitik somit fortsetzen und dadurch die Konjunktur weiter unterstützen. An den Lagebeurteilungen vom 17. März, 16. Juni und 15. September 2005 belies das Direktorium das Zielband unverändert bei 0,25%–1,25%. Die Inflationsprognosen zeigten auf mittlere Frist zwar eine Verringerung des Inflationsdrucks, doch am Ende des Prognosehorizonts überschritt die vorausgesagte Inflationsrate die Marke von 2%. Die Nationalbank signalisierte den Märkten, dass eine Anhebung der Zinsen zu einem späteren Zeitpunkt daher unumgänglich sei und dass sie die Normalisierung ihrer Geldpolitik erneut aufnehmen werde, sobald die Konjunkturerholung wieder festeren Tritt fasse. Sie verfolgte auch die Entwicklungen am Immobilienmarkt aufmerksam, da die Hypothekarkredite mit erhöhtem Tempo anstiegen und ein Risiko für Verzerrungen im Immobilienmarkt bestand.

Im Verlauf der zweiten Hälfte des Jahres 2005 – und zunehmend gegen Jahresende – mehrten sich die Anzeichen eines stärkeren und breiter abgestützten Aufschwungs in der Schweiz. Das Direktorium beschloss daher an seiner Lagebeurteilung vom 15. Dezember 2005, die Normalisierung der Geldpolitik wieder in Gang zu setzen und das Zielband für den Libor um einen Viertelprozentpunkt auf 0,5%–1,5% anzuheben. Die neue Inflationsprognose deutete trotz der Annahme eines höheren Libors weiterhin auf eine Verletzung der Preisstabilität am Ende des Prognosehorizontes hin. Das Direktorium unterstrich die Notwendigkeit einer weiteren graduellen geldpoli-

tischen Korrektur, die im Einklang mit der Konjunkturerholung erfolgen sollte. Diese Korrektur nahm die SNB im Jahr 2006 vor. Das Direktorium hob das Zielband für den Libor an jeder Lagebeurteilung an, so dass es am Ende des Jahres auf 1,5%–2,5% zu liegen kam.

In der dritten Phase stand die SNB vor der Aufgabe, ihre expansive Geldpolitik zu normalisieren und dabei den wirtschaftlichen Aufschwung nicht abzuwürgen. Das neue Konzept half, diesen anspruchsvollen Normalisierungsprozess am Geldmarkt einzuleiten, ohne den Devisenmarkt zu bewegen. Der Handlungsspielraum reichte aus, um diesen Prozess angesichts der schwachen Konjunktur temporär zu unterbrechen, obwohl die Inflation am Ende des Prognosezeitraums über die 2%-Marke hinaus wies. Die SNB verstand es auch durch ihre Informationspolitik und ihre Operationen am Geldmarkt, in dieser heiklen Phase die Zinserwartungen des Marktes jeweils in Richtung ihrer Vorstellungen zu beeinflussen.

4.4.5 *Beurteilung des neuen Konzepts*

Die Nationalbank hat den Auftrag, eine Geldpolitik im Gesamtinteresse des Landes zu führen und Preisstabilität unter Berücksichtigung der konjunkturellen Entwicklung zu gewährleisten. Das neue Konzept ist für sie eine zentrale Stütze bei der autonomen Erfüllung dieses Auftrags. Es hat sich in dem halben Dutzend Jahre seit seiner Einführung bemerkenswert gut bewährt in einem Umfeld, das von starken internationalen Turbulenzen und grossen geldpolitischen Herausforderungen gekennzeichnet war: Die SNB konnte flexibel auf eine Serie grösserer Schocks reagieren, ohne die Preisstabilität zu gefährden. Von 2000 bis 2006 betrug die durchschnittliche Inflation knapp 1% pro Jahr. Sie überschritt die Marke von 2%, welche die SNB als Obergrenze für Preisstabilität versteht, in keinem einzigen Monat. Das Konzept gestattete es, den Spielraum zu nutzen, der zur Unterstützung der Konjunktur bestand, ohne dass die mittel- und langfristigen Inflationserwartungen über den Bereich der Preisstabilität hinaus gestiegen wären. Zudem gelang es der SNB, den Aufwertungsdruck auf den Franken gegenüber dem Euro trotz einer massiven Schwäche des US-Dollar einzudämmen.

Mit dem neuen Konzept konnte die SNB ihre geldpolitischen Entscheidungen sachlich wesentlich besser systematisieren und vertiefen sowie deutlich breiter abstützen als früher. Es bewährte sich auch bei der Umsetzung der Geldpolitik. Dank der Breite des Zielbands und der Wahl eines Referenzzinssatzes für Kredite mit dreimonatiger Laufzeit (Dreimonatslibor) verfügte die SNB über genügend Flexibilität, um auf Störungen an den Finanzmärkten rasch zu reagieren, ohne dass die grundsätzliche Ausrichtung ihrer Politik

dadurch in Frage gestellt worden wäre. Schliesslich fiel der Nationalbank auch die Kommunikation mit den Märkten und dem Publikum unter der Logik des neuen Konzepts wesentlich leichter als vorher. Es wurde von diesen gut verstanden und positiv aufgenommen.

Zum Erfolg der Politik dürften aber auch andere Faktoren beigetragen haben: Der starke internationale Wettbewerb – eine Folge der fortschreitenden Globalisierung – und die Produktivitätsfortschritte, welche die Revolution in der Informations- und Telekommunikationstechnologie ermöglichte, erleichterten der SNB ihre Aufgabe: Beide Entwicklungen dämpften den Teuerungsdruck. Auch der Umstand, dass die Geldpolitik in einem grossen Teil Europas seit der Gründung der Europäischen Zentralbank nunmehr konsequent auf die Erhaltung der Preisstabilität ausgerichtet war, dürfte zum Erfolg der schweizerischen Geldpolitik beigetragen haben: Grosse Währungskrisen sind der Schweiz seit Anwendung des neuen Konzepts erspart geblieben. Sie hatten die SNB zuvor immer wieder vor heikle Entscheidungen gestellt, wie dem folgenden Beitrag zu entnehmen ist.

4.5 Die Autonomie der Geldpolitik und der Schweizer Franken

UMBERTO SCHWARZ

4.5.1 Einleitung

In den letzten Jahrzehnten war die Erhaltung der geldpolitischen Autonomie und der Selbständigkeit des Schweizer Frankens für die Nationalbank ein zentrales Anliegen. Zweimal wurde sie in dieser Zeitspanne auf eine besonders harte Probe gestellt. Das erste Mal war 1973, als die Nachteile fester Wechselkurse offenkundig wurden und das System von Bretton Woods aufgegeben werden musste. Es hatte sich als unmöglich erwiesen, in der Schweiz Preisstabilität zu gewährleisten, solange der Franken in einem festen Wechselkursverhältnis zur Währung eines Landes stand, das keine Stabilitätspolitik betrieb. Das zweite Ereignis – Ende der 1970er Jahre – bestärkte die Nationalbank in ihrem Autonomiestreben: Im Oktober 1978 beschloss sie, den Kursanstieg des Frankens gegenüber der D-Mark durch Festlegung einer temporären Untergrenze von 80 Rappen je Mark aufzuhalten. Als Folge davon musste sie eine massive Ausweitung der Geldmenge hinnehmen, was einige Jahre später einen starken Inflationsschub nach sich zog. Diese beiden Episoden sind Marksteine im kollektiven Gedächtnis der Nationalbank geworden.

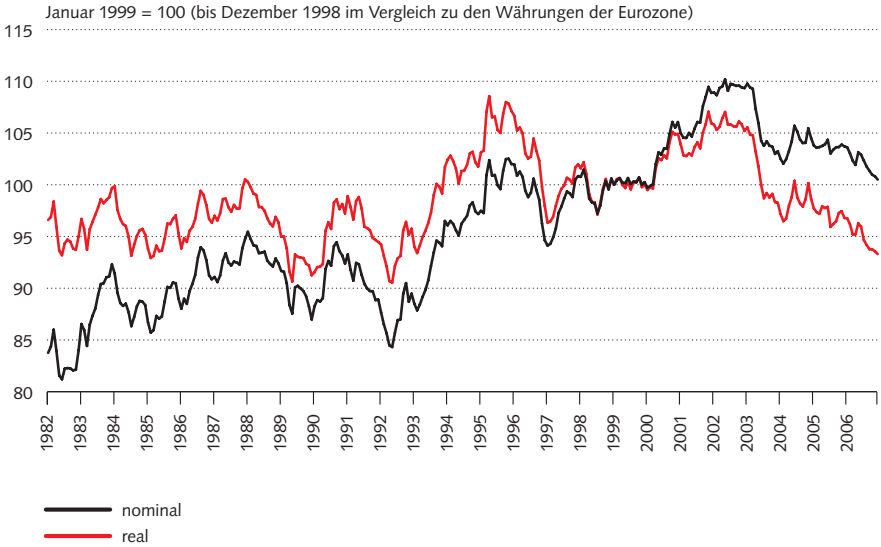
Trotz der offensichtlichen Nachteile fester Wechselkurse stand die Anbindung des Schweizer Frankens an eine andere Währung immer wieder zur Debatte. Verschiedene Überlegungen hätten zugunsten einer solchen Massnahme gesprochen. So war zum Beispiel keineswegs sicher, dass jedes Land, an dessen Währung man den Franken hätte anbinden können, notwendigerweise eine inflationäre Politik verfolgen würde, wie dies die Vereinigten Staaten Ende der 1960er Jahre getan hatten. Zudem strebten die Länder der Europäischen Gemeinschaft (EG) immer deutlicher nach einer monetären Integration, die sich zunächst als Europäisches Währungssystem (EWS) und schliesslich als Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) konkretisieren sollte. Beide Konstruktionen setzten feste Wechselkurse voraus. Schliesslich kämpfte die Schweiz gegen Ende der 1980er Jahre in der Geldpolitik mit Schwierigkeiten, welche die SNB veranlassten, die damalige Strategie in Frage zu stellen. Die Rückkehr zu festen Wechselkursen wurde jedoch jedes Mal verworfen, und zwar aus verschiedenen Gründen.

Erstens hätte die Anbindung des Frankens an eine andere Währung das Ende einer autonomen Geldpolitik der Nationalbank bedeutet. Die Entwicklung der kurzfristigen Zinsen in der Schweiz wäre dann von den monetären Rahmenbedingungen eines anderen Landes bestimmt worden. Die Geldpolitik hätte nicht mehr auf die Bedürfnisse der inländischen Wirtschaft Rücksicht nehmen können; vielmehr hätte sie sich ausschliesslich auf die Verteidigung der Wechselkursparität beschränkt.

Zweitens wäre die Inflationsrate in der Schweiz im Wesentlichen durch die Geldpolitik der Zentralbank jenes Landes bestimmt worden, an dessen Währung der Franken gekoppelt gewesen wäre. Natürlich hätten die Eigenheiten der schweizerischen Wirtschaft auch in diesem Fall die Preisentwicklung in der Schweiz weiterhin beeinflusst. Aber es wäre nicht mehr möglich gewesen, sich grundsätzlich von der im Ausland praktizierten Geldpolitik abzukoppeln. Zudem hätte der Trend zur realen Aufwertung des Frankens, der in diesen Jahren ohnehin zu registrieren war, dazu geführt, dass die Inflation im Inland höher ausgefallen wäre als im Land der Leitwährung.

Drittens hätte die Anbindung des Frankens an eine andere Währung die Differenz zwischen der Verzinsung von Guthaben in Franken und Guthaben etwa in Mark, Euro oder Dollar verringert. Da die Zinsen in der Schweiz unter dem Niveau im Ausland lagen, hätte eine solche Annäherung – also die Reduktion des Zinsbonus – einer vorübergehend restriktiveren Geldpolitik entsprochen. Für die an das traditionell tiefe schweizerische Zinsniveau gewohnten Schuldner (Unternehmen, Liegenschaftsbesitzer und öffentliche Hand) wäre ein solcher Zinsanstieg eine Quelle von Schwierigkeiten gewesen.

Grafik 4.3
Index des Frankenkurses gegenüber dem Euro



Quelle: SNB, Monatsbericht bzw. Statistisches Monatsheft (verschiedene Jahre).

Er wäre nur dann bescheiden ausgefallen, wenn die Glaubwürdigkeit der Anbindung angezweifelt worden wäre. In einem solchen Fall hätte die Anbindung des Frankens an eine andere Währung jedoch einen Grossteil ihres Nutzens eingebüsst.

4.5.2 Die Beziehungen zum Europäischen Währungssystem

Nach der Auflösung des Systems von Bretton Woods wurde die Frage, ob der Wechselkurs des Frankens nicht wieder fixiert werden sollte, eingehend geprüft, insbesondere gegen Ende der 1970er Jahre. Damals beschlossen die Mitgliedstaaten der EG, ein System fester Wechselkurse mit der Möglichkeit von Paritätsänderungen zu schaffen: das EWS. 1979 befasste sich eine Arbeitsgruppe unter der Leitung von Pierre Languetin, Mitglied des Direktoriums, mit der internationalen Währungslage und den Möglichkeiten, die der Schweiz damals offen standen.⁷⁷ Fünf Optionen liessen sich dabei erkennen: Die erste – vollständiger Anschluss an das EWS – wurde sofort verworfen, da die Schweiz kein EG-Mitglied war. Die zweite – vollständige Abstandsnahme der Schweiz vom EWS – galt angesichts der von der Nationalbank seit dem 1. Oktober 1978 verfolgten Wechselkurspolitik als überholt. Die drei

⁷⁷ Internationale Währungslage (1979).

verbleibenden Optionen erschienen realistischer. Die dritte – Beteiligung am Wechselkurssystem und am Interventionsmechanismus – hatte den Vorzug, dass sie den Willen der Schweiz zur Zusammenarbeit hervorhob. Dennoch wurde sie verworfen, und zwar nicht weil sie die Einführung eines festen Wechselkurses mit der Möglichkeit von Paritätsänderungen bedeutet hätte, sondern weil sich insbesondere ein bedeutendes EWS-Mitglied dagegen aussprach und der Schweiz in diesem Rahmen eine untergeordnete Stellung zugekommen wäre (siehe 2.4.1). Die vierte Option – autonome, aber parallele Politik der Schweiz – wurde abgelehnt, da man nicht den Eindruck erwecken wollte, dass die Schweiz sich von der währungspolitischen Zusammenarbeit in Europa distanzieren, was sich auf den Franken negativ hätte auswirken können. Daher hielt man sich an die fünfte Option, d. h. an eine Zusammenarbeit mit dem EWS ohne Beteiligung an Wechselkurssystem und Interventionsmechanismus. Wesen und Details dieser Zusammenarbeit wurden in einem Abkommensentwurf festgelegt. Das Abkommen sollte die Möglichkeiten der Zusammenarbeit zwischen den Zentralbanken der EWS-Länder und der Nationalbank regeln. Es sah vor, dass die SNB in den EWS-Währungen hätte intervenieren können.

Über die Modalitäten einer solchen Zusammenarbeit führte die SNB mit einigen europäischen Zentralbanken einen informellen Meinungsaustausch. Dabei wurde allerdings deutlich, dass eine währungspolitische Zusammenarbeit mit der Schweiz für die EWS-Teilnehmer keine Priorität hatte. Auch für die Nationalbank verlor das Anliegen an Dringlichkeit, nachdem die ab Oktober 1978 verfolgte Politik eine Stabilisierung des Frankenkurses herbeigeführt hatte (siehe 2.4.2).⁷⁸

1987 befasste sich die Nationalbank in einer Analyse erneut mit den Beziehungen zwischen der Schweiz und dem EWS. Die Schlussfolgerungen, die rund zehn Jahre zuvor gezogen worden waren, wurden im Grossen und Ganzen bestätigt. Sowohl die enge Zusammenarbeit mit dem EWS – die insbesondere eine Teilnahme am Wechselkurssystem und am Interventionsmechanismus bedeutet hätte – als auch der völlige Alleingang wurden abgelehnt. Der SNB lag indessen daran, ihren Willen zur Zusammenarbeit mit dem EWS kundzutun. Hierfür schlug sie allerdings einen anderen Weg ein als 1978. Sie strebte nicht mehr die Möglichkeit an, in EWS-Währungen intervenieren zu können, da selbst die am EWS angeschlossenen Länder für ihre Devisenmarktinterventionen im Wesentlichen US-Dollar und nicht EWS-Währungen verwendeten. Zudem war die Nationalbank immer weniger vom Nutzen

78 SNB an Delegation des Bundesrates für allgemeine Wirtschaftspolitik (1979).

sterilisierten, d. h. in ihrer Liquiditätswirkung neutralisierter Interventionen überzeugt. Mit anderen Worten: Sie hegte Zweifel, ob eine Veränderung der Aktivenstruktur ihrer Bilanz Einfluss auf den Wechselkurs hatte. Die SNB war zur Ansicht gelangt, dass der Aussenwert des Frankens nur durch den Restriktionsgrad der Geldpolitik beeinflusst wurde, d. h. durch eine Veränderung der Bilanzsumme und nicht durch deren Zusammensetzung. Um dennoch ihren Willen zur Zusammenarbeit zu dokumentieren und die währungspolitischen Beziehungen zwischen der EG und der Schweiz zu festigen, beantragte die Nationalbank den Status eines «sonstigen Halters» von ECU (European Currency Unit). Dieser wurde ihr im Januar 1989 verliehen.

4.5.3 Die Frage des Wechselkursregimes

Ab Mitte der 1980er Jahre hatte die Geldpolitik vermehrt mit Schwierigkeiten zu kämpfen. Im Umfeld eines relativ starken Wirtschaftswachstums zeigte sie zunehmend expansionistische Züge. Zudem wirkten gegen Ende des Jahrzehnts mehrere exogene Schocks auf die Geldnachfrage ein (siehe 4.3.2 und 4.6.2). Die Inflation trat wieder in Erscheinung. Zwischen 1989 und 1993 lag sie über 2% pro Jahr, 1991 sogar über 6%. Angesichts dieser Lage prüfte die Nationalbank mehrmals Alternativen zur praktizierten Geldpolitik, wobei insbesondere die Zweckmässigkeit einer Fixierung des Frankenkurses in Betracht gezogen wurde.

Für diese Erwägungen war vor allem das Beispiel Österreichs massgeblich. Seit 1979 hatte dieses Land den Schilling erfolgreich an die Mark gebunden. Allerdings war der Vergleich mit dem Franken in mehrfacher Hinsicht problematisch.⁷⁹ Zum einen lag das Zinsniveau in der Schweiz – anders als in Österreich – meist unter demjenigen Deutschlands. Eine Anbindung des Frankens an die Mark hätte in der Schweiz daher zu einem Zinsanstieg geführt und somit das Gegenteil des in Österreich erzielten Effekts bewirkt. Sodann war die Zinsdifferenz zwischen der Schweiz und Deutschland volatiliter als diejenige zwischen Österreich und Deutschland, was nicht zuletzt den autonomen Charakter der schweizerischen Geldpolitik widerspiegelte. Da der Aufwertungsdruck des Frankens gegenüber der Mark ausserdem stärker war als beim Schilling, wäre die Inflation in der Schweiz bei Fixierung des Wechselkurses gegenüber der Mark über die österreichische und somit auch über die deutsche zu liegen gekommen. Im Weiteren waren die Handelsbeziehungen der Schweiz breiter gefächert als diejenigen Österreichs, die sich vor allem auf Deutschland konzentrierten. Je nach Entwicklung der deutschen

⁷⁹ Rich (1990b).

Währung hätte die Anbindung des Frankens an die Mark den mit den Exporten gewichteten durchschnittlichen Frankenkurs so beeinflusst, dass entweder die schweizerischen Exporte in Drittländer darunter gelitten hätten oder aber im Inland ein inflationärer Druck entstanden wäre. Und schliesslich war es notwendig, dass – mit Blick auf den schweizerischen Finanzplatz, wo die Kapitalflüsse keinen Restriktionen unterlagen – nicht nur die Geldmenge, sondern auch die Wechselkurse auf eine Verschiebung in den Portfolios der Anleger reagieren konnten.

Die erneute Infragestellung einer autonomen Geldpolitik der SNB wäre damals insbesondere deshalb riskant gewesen, weil die Mark von einigen wichtigen Veränderungen betroffen war: Es schien unzweckmässig, den Franken ausgerechnet zu einem Zeitpunkt an die Mark zu binden, in welchem die Geldpolitik der Bundesbank wegen der deutschen Wiedervereinigung und der Umwälzungen in den Ländern Mittel- und Osteuropas mit besonderen Schwierigkeiten zu kämpfen hatte und zudem die WWU langsam Form annahm.

4.5.4 Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion als Herausforderung

In den letzten Jahrzehnten fanden in der EG wichtige Entwicklungen statt. Der Delors-Bericht (1989), der Vertrag von Maastricht (1992) sowie die Einführung des Euro – zunächst als Buchgeld (1999) und dann als Bargeld (2002) – stellten aus geldpolitischer Sicht die bedeutendsten Etappen dar. Diese Ereignisse, insbesondere die Einführung der Einheitswährung, warfen in der Schweiz zahlreiche Fragen auf. Daher prüfte die Nationalbank verschiedentlich, wie das Verhältnis zu den Währungen der EU-Mitgliedstaaten und zum Euro am besten zu gestalten sei. Im Vordergrund standen die Befürchtungen einer Frankenaufwertung, einer erhöhten Volatilität der Wechselkurse, eines Autonomieverlustes in der Geldpolitik sowie hinsichtlich der Folgen einer zunehmenden Verwendung des Euro in der Schweiz, die möglicherweise die Rolle des Frankens hätte beeinträchtigen können.

Anfangs hegte die SNB bezüglich der WWU jedoch weder Zweifel noch Skepsis, nahm sie doch zur Kenntnis, dass der Delors-Bericht auf Preisstabilität abzielte und die Unabhängigkeit der Notenbanken sowie fiskalische Begleitmassnahmen für die Einführung der WWU vorsah. 1991 kam die SNB zum Schluss, dass die Währungsunion kein Problem darstellen würde, soweit deren wirtschaftspolitische Prinzipien denjenigen der Schweiz entsprachen.⁸⁰ Die Einschätzung der Lage änderte sich 1995 allerdings fundamental. Inzwi-

⁸⁰ SNB, Protokoll des Direktoriums (1991), 29. August, Nr. 299/3.

schen war die Preisstabilität in der Schweiz wiederhergestellt, und der Franken hatte erneut an Boden gewonnen. Innerhalb der Europäischen Union (EU) dagegen hatte die EWS-Krise von 1992 das Vertrauen strapaziert, das in den 1980er Jahren aufgebaut worden war. In Deutschland war die Öffentlichkeit nicht mehr davon überzeugt, dass die künftige europäische Währung sich als ebenso stark wie die Mark erweisen würde.

Um einer übermässigen Aufwertung des Frankens gegenüber der Mark bzw. der Einheitswährung zu begegnen, standen der Nationalbank theoretisch drei Strategien zur Verfügung: die Anbindung des Frankens an die gemeinsame Währung, die Beschränkung des Zuflusses ausländischer Gelder oder eine Lockerung der Geldpolitik. Die ersten beiden Möglichkeiten wurden wegen ihrer aus den Erfahrungen der 1970er Jahre bekannten Nachteile verworfen: Die Anbindung des Frankens wurde abgelehnt, weil sie zu einem Autonomieverlust in der Geldpolitik geführt hätte. De facto wäre damit die Zuständigkeit für die Geldpolitik an die Europäische Zentralbank (EZB) übertragen worden, die kurzfristigen Zinsen hätten sich denjenigen der Eurozone angeglichen, und der Zinsbonus wäre grösstenteils verschwunden. Lenkungsmaßnahmen, wie sie mit Negativzinsen und Anlageverboten bereits in den 1970er Jahren angewendet worden waren, wurden – da anachronistisch und ineffizient (siehe 2.4.3) – ebenfalls abgelehnt. In globalisierten Finanzmärkten hätten diese Massnahmen kaum Auswirkungen auf die Wechselkurse gehabt, jedoch der inländischen Wirtschaft geschadet. Daher hielt man sich an die dritte Möglichkeit: Die Nationalbank war der Ansicht, dass eine zeitlich beschränkte Lockerung der Geldpolitik für die Preisstabilität dann keine Bedrohung darstellen würde, wenn sich die Wirtschaft infolge eines Kursanstiegs des Frankens in einer Stagnation oder in einer Rezession befände.⁸¹

Die Nationalbank gab die Politik bekannt, die sie von nun an zu verfolgen beabsichtigte.⁸² Sie teilte mit, dass sie bei einer unerwünschten Aufwertung des Frankens zunächst die automatischen Konjunkturstabilisatoren wirken lassen und gleichzeitig eine strikt auf ein Geldmengenziel ausgerichtete Politik verfolgen würde. Hätte ein starker Franken eine Konjunkturabschwächung zur Folge, so würde sich automatisch ein Zinsrückgang einstellen, um die Frankenhausse angemessen zu bremsen und der Konjunktur neuen Schwung zu verleihen. Sollte der Zinsrückgang jedoch nicht ausreichen, um die Wirtschaft vor einer übermässigen Aufwertung des Frankens zu schützen, so könnte die Nationalbank eingreifen und ihre Geldpolitik spürbar

81 SNB, Protokoll des Direktoriums (1995), 16. November, Nr. 470.

82 Lusser (1996).

lockern. Die SNB war sich bewusst, dass sie sich in einem solchen Fall auf dünnem Eis bewegen würde, da eine Lockerung der Geldpolitik zur Bekämpfung einer ausgeprägten Frankenstärke die Preisstabilität mittelfristig gefährden könnte. Sie erkannte damit an, dass sie möglicherweise nicht in der Lage sein würde, ohne vorübergehende Aufgabe der Preisstabilität die Wirtschaft von unerwünschten Wechselkursfluktuationen abzuschirmen. Immerhin würde sie auf diese Weise die Nachteile einer Anbindung des Frankens an den Euro vermeiden.

Die Frage, wie auf eine übermässige Aufwertung des Frankens zu reagieren sei, war auch Gegenstand von Untersuchungen, die Arbeitsgruppen der Kommission für Konjunkturfragen⁸³ und der Bundesverwaltung⁸⁴ durchführten. In ihnen wirkten auch Vertreter der SNB mit. Diese Arbeitsgruppen kamen im Kern zu denselben Schlüssen wie die Nationalbank: Der Vorzug einer Anbindung des Frankens an eine andere Währung wäre, dass man den Märkten damit ein klares Signal setzte. Der Hauptnachteil dieser Lösung lag in dem nicht zu vernachlässigenden mittelfristigen Inflationsrisiko. Dazu wurden zwei Überlegungen vorgebracht. Einerseits wertete sich der Franken seit langem – insbesondere seit 1973 – real tendenziell auf. Darum hätte eine feste Anbindung an die Einheitswährung eine höhere Inflation zur Folge gehabt als bei flexiblen Wechselkursen. Andererseits wäre die Bindung des Frankens an die gemeinsame Währung eine ungeeignete Lösung gewesen, wenn sie als Antwort auf eine Frankenaufwertung infolge einer inflationären europäischen Geldpolitik erfolgt wäre. In einem solchen Fall hätte sie nämlich den Nachteil einer Aufwertung durch den einer importierten Inflation ersetzt, und die Rückkehr zur Preisstabilität hätte früher oder später eine Paritätsänderung erfordert. Die Geschichte lehrt nun aber, dass derartige Entscheidungen nicht leicht zu fällen sind. Ein zusätzlicher Nachteil, dessen Ausmass damals schwierig abzuschätzen war, lag in der absehbaren Verengung der Zinsdifferenz zum Ausland.

In der Folge erwies sich die Befürchtung einer übermässigen Aufwertung des Frankens als unbegründet. Dasselbe galt hinsichtlich einer zunehmenden Volatilität des Frankens; ganz im Gegenteil nahm diese nach der Einführung des Euro ab. Auch hat die Geldpolitik der Nationalbank gezeigt, dass der Autonomiespielraum intakt geblieben ist. Schliesslich erwies sich die Befürchtung, der Franken könnte verdrängt werden, ebenfalls als unbegründet. Die SNB hatte sie ohnehin nie geteilt, erachtete sie die Transaktionskosten für

83 Kommission für Konjunkturfragen (1996).

84 Die Schweiz und die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion (1998).

den parallelen Gebrauch zweier Währungen doch als zu hoch. Nur im Falle einer massiven Inflation – welche die Nationalbank nicht zugelassen hätte – wäre eine Verwendung des Euro in der Schweiz für die Konsumenten vorteilhaft gewesen.

Diese geldpolitischen Optionen behalten ihre Gültigkeit, wie auch immer die Strategie der Schweiz gegenüber der EU – mit Ausnahme eines Beitritts – aussehen mag. Die Geldpolitik bleibt sowohl von den bilateralen Verträgen als auch im Fall einer Beteiligung der Schweiz am Europäischen Wirtschaftsraum oder bei einem völligen Alleingang unberührt. Der Franken gilt weiterhin als Landeswährung, und die Autonomie der Geldpolitik ist grundsätzlich garantiert. Nur wenn die Schweiz der EU beitrete, ergäbe sich eine völlig neue Lage. In diesem Fall müsste die Schweiz den Franken früher oder später zugunsten des Euro aufgeben. Die SNB würde Teil des Systems der europäischen Zentralbanken, und die Geldpolitik der Schweiz würde durch die EZB bestimmt. Die Nationalbank hat zur Wünschbarkeit oder zur Wahrscheinlichkeit eines EU-Beitritts der Schweiz nie offiziell Stellung genommen, da sie in dieser Frage den Vorrang der Politik anerkennt. Ihre Vertreter haben aber verschiedentlich deutlich gemacht, welche geldpolitischen und wirtschaftlichen Folgen ein derartiger Entscheid haben würde.

Ein EU-Beitritt der Schweiz verbunden mit der Einführung des Euro hätte grundsätzlich dieselben Folgen wie eine Anbindung des Frankens. Allerdings gäbe es einige Besonderheiten. Die geldpolitische Hoheit der Nationalbank würde unwiderruflich verschwinden. Dies würde langfristig dazu führen, dass die Inflationsrate in der Schweiz grundsätzlich durch die Geldpolitik in der Eurozone bestimmt würde. Gewiss würden spezifische Charakteristiken der Schweizer Wirtschaft auch weiterhin die Preisentwicklung im Inland beeinflussen. Letztere könnte aber nicht systematisch von der durch die EZB vorgegebenen Tendenz abweichen. Der Verlust an geldpolitischer Autonomie würde teilweise dadurch kompensiert, dass die Nationalbank an den geldpolitischen Entscheidungen der EZB teilhätte. Nationalbankvertreter haben aber häufig auf den relativ geringen Einfluss hingewiesen, den die Schweiz in einer solchen Institution hätte, in der einigen Ländern ein grosses Gewicht zukommt und in der die Anzahl Mitgliedsländer noch steigen wird. Die Wechselkursschwankungen und die Nachteile, die mit einer allfälligen Aufwertung oder einer übermässigen Volatilität des Frankens gegenüber dem Euro verbunden sind, würden bei einem Beitritt völlig verschwinden. In der Schweiz gälten dieselben kurzfristigen Zinsen wie in der übrigen Eurozone. Am Kapitalmarkt würde die übliche Zinsdifferenz zum Euroraum wahrscheinlich deutlich zurückgehen oder sogar völlig verschwinden. Der Rück-

gang würde stärker ausfallen als bei einer blossen Anbindung des Frankens, weil die Prämie zur Deckung der Wahrscheinlichkeit einer späteren Paritätsänderung verschwände, denn eine solche Änderung wäre in diesem Fall ausgeschlossen.

4.5.5 Wechselkurs und Geldpolitik

Das Streben der Nationalbank nach Autonomie sowie ihre Absage an eine Anbindung des Frankens an eine andere Währung bedeuten nicht, dass die SNB bei ihrer Geldpolitik die Wechselkursentwicklung vernachlässigt hätte. Die Frage des Wechselkursregimes ist deutlich von der Frage nach der Rolle der Wechselkurse zu unterscheiden. Da die Schweiz eine kleine offene Wirtschaft ist, kommt den Wechselkursen eine grosse Bedeutung zu. Sie wirken sich über ihren Einfluss auf die Preise handelbarer Güter direkt und über ihren Einfluss auf die wirtschaftliche Aktivität indirekt auf das Preisniveau aus. Somit verringert eine reale Abwertung des Frankens die Preise von in der Schweiz hergestellten Gütern und Dienstleistungen im Vergleich zu ausländischen Konkurrenzprodukten. Dies gilt sowohl im Inland als auch für die ausländischen Märkte und erhöht die Nachfrage nach schweizerischen Produkten, wodurch sich die Schweizer Wirtschaft belebt. Daraus ergibt sich eine Tendenz zu Preiserhöhungen. Anders ausgedrückt: Die geldpolitische Autonomie, von welcher die Schweiz profitiert, ist relativer Natur.

Dennoch wurde weder implizit noch explizit ein internes Wechselkursziel festgelegt. Wenn gewisse Beobachter trotzdem von einem solchen Ziel ausgingen, ist dies wahrscheinlich auf die grosse Bedeutung zurückzuführen, welche die Nationalbank immer wieder der Wechselkursentwicklung beimass. Die Festlegung einer unteren Kursschwelle gegenüber der Mark im Jahr 1978 und die Tatsache, dass dieser Kurs bis zur Einführung des Euro nur selten unterschritten wurde, spielten in diesem Zusammenhang sicherlich eine nicht zu vernachlässigende Rolle (siehe 2.4.2, Grafik 2.8).⁸⁵

Die Geschäftsberichte der Nationalbank gehen explizit auf die Rolle der Wechselkursentwicklung bei der Festlegung der Geldpolitik ein, allerdings oft in ganz unterschiedlicher Tonlage. So wurde im Geschäftsbericht 1982 die geldpolitische Lockerung namentlich «wegen der [...] eingetretenen Festigung des Frankens» als angemessen gewertet.⁸⁶ Im Geschäftsbericht für 1985 erklärte die SNB, sie habe sich in den Vorjahren um eine stetige Politik bemüht, damit «übermässige Ausschläge der Zinssätze und des Wechselkurses

⁸⁵ Genberg und Kohli (1997).

⁸⁶ SNB, 75. Geschäftsbericht 1982, S. 8.

vermieden werden.»⁸⁷ Der Geschäftsbericht für 1986 wiederum präzisiert, dass der geldpolitische Aktionsradius der Nationalbank – trotz Anzeichen einer Konjunkturüberhitzung – «durch unerwünschte Entwicklungen am Devisenmarkt eingeengt werden könnte.»⁸⁸ Der Geschäftsbericht für 1989 erinnert seinerseits daran, dass die Nationalbank – insbesondere wegen der Schwäche des Frankenkurses – eine deutlichere Verknappung des Geldangebots beschlossen habe als ursprünglich vorgesehen.⁸⁹ Umgekehrt unterstreicht der Bericht von 1990, dass die SNB den durch die Frankenstärke gewährten Spielraum genutzt habe, um ihre Geldpolitik etwas weniger restriktiv zu handhaben.⁹⁰

Man kann zwar einer unwillkommenen Aufwertung des Frankens mit einer Lockerung der Geldpolitik entgegentreten, doch birgt eine solche Massnahme mittelfristig Risiken für die Preisstabilität. So weist der Geschäftsbericht für 1995 darauf hin, dass die Nationalbank «eine direkte Rücksichtnahme der Geldpolitik auf den Frankenkurs, wie sie von manchen Kreisen gefordert wurde, nicht in Betracht ziehen [durfte]. Eine wesentlich stärkere Lockerung der Geldpolitik hätte zwar kurzfristig eine Abschwächung des Frankens bewirkt. Sie hätte indessen die erreichte Preisstabilität mittelfristig gefährdet.»⁹¹

Auch in den Folgejahren waren die Wechselkurse häufig ein Thema. In den Geschäftsberichten für 1996, 1997 und 1998 erwähnte die Nationalbank, dass sie sich vorbehalte, «auf unerwartete Entwicklungen – wie starke Schwankungen des Wechselkurses oder der Geldnachfrage – zu reagieren, um realwirtschaftliche Schäden möglichst klein zu halten.»⁹² Für 1999, dem Jahr der Einführung des Euro, wies der Geschäftsbericht darauf hin, dass die Nationalbank eine mittelfristige Strategie verfolge, die ihr einen Spielraum gewährt, «um bei der Festlegung der Geldpolitik auch Indikatoren wie die Konjunkturlage und den Wechselkurs zu berücksichtigen, die für die Inflationsentwicklung in der kürzeren Frist massgebend sind.»⁹³ In den ersten Monaten des Jahres 1999 war die Bank «bestrebt, den Frankenkurs des Euro möglichst stabil zu halten.»⁹⁴ Der Kurs bewegte sich auch in der zweiten Jahreshälfte innerhalb einer sehr engen Schwankungsbreite.

87 SNB, 78. Geschäftsbericht 1985, S. 7.

88 SNB, 79. Geschäftsbericht 1986, S. 7.

89 SNB, 82. Geschäftsbericht 1989, S. 10 f.

90 SNB, 83. Geschäftsbericht 1990, S. 9.

91 SNB, 88. Geschäftsbericht 1995, S. 9.

92 SNB, 89. Geschäftsbericht 1996, S. 29.

93 SNB, 92. Geschäftsbericht 1999, S. 33.

94 SNB, 92. Geschäftsbericht 1999, S. 40.

Im Jahr 2000 wurde schliesslich eine neue geldpolitische Strategie eingeführt. Sie gründet auf einer ausgefeilten Inflationsprognose, die ihrerseits auf einer Reihe von Indikatoren basiert, zu welchen auch die Wechselkurse gehören.⁹⁵ Seitdem bilden die Wechselkurse ausdrücklich einen Bestandteil der geldpolitischen Strategie der Nationalbank.

4.6 Modernisierung des geldpolitischen Instrumentariums

CRISTINA BORSANI, KARL HUG UND THOMAS J. JORDAN

4.6.1 Einleitung

Die Umsetzung der Geldpolitik der Nationalbank war in den letzten drei Jahrzehnten durch eine allmähliche Abwendung von den hoheitlichen und eine zunehmende Konzentration auf die rechtsgeschäftlichen Instrumente geprägt. Aus der Zeit der fixen Wechselkurse verfügte die SNB über ein umfangreiches hoheitliches Instrumentarium, mit dem sie direkt in den Marktmechanismus eingreifen konnte (siehe 2.4.3). Mit den rechtsgeschäftlichen Instrumenten hingegen steuert sie Zinsen und Geldmenge indirekt, indem sie am Markt Aktiven kauft oder verkauft bzw. Kredite an den Bankensektor vergibt oder von ihm aufnimmt. Auf diese Weise bestimmt sie die Knappheit an Notenbankgeld im Bankensektor und damit die Geldmarktzinsen. Die SNB passte die rechtsgeschäftlichen Instrumente nach der Freigabe der Wechselkurse in den 1970er Jahren dem neuen Umfeld an. Ab 1998 unterzog sie diese einer grundlegenden Modernisierung und berücksichtigte dabei regulatorische und strukturelle Aspekte, welche die Nachfrage der Banken nach Notenbankgeld verändert hatten, sowie das neue operative Ziel ihrer Geldpolitik (siehe 4.4.3).

4.6.2 Von der Kassenliquiditäts- zur Mindestreserveregelung

Die Nachfrage der Banken nach Notenbankgeld hängt von drei Faktoren ab. Erstens sind die Banken gesetzlich verpflichtet, Notenbankgeld in einem bestimmten Mindestverhältnis zu ihren kurzfristigen Verbindlichkeiten zu halten; zweitens brauchen die Banken Notenbankgeld, um ihren Zahlungsverkehr abzuwickeln; und drittens halten sie Notenbankgeld für den Fall, dass ihre Kunden Depositen zurückziehen. In den vergangenen Jahren ging der Einfluss der letzten beiden Faktoren zurück. Dank einem gut funktionie-

⁹⁵ SNB, 93. Geschäftsbericht 2000, S. 34.

renden Geldmarkt können sich Banken bei einem unerwarteten Liquiditätsabfluss rasch refinanzieren, was ihnen erlaubt hat, ihre Vorsichtskasse abzubauen. Sie brauchen zudem dank effizienteren Zahlungssystemen und der Möglichkeit, bei der SNB zinslos Innertagskredite zu beziehen, einen immer geringeren Bestand an Notenbankgeld, um ihren Zahlungsverkehr abzuwickeln.

Bis zur Inkraftsetzung des neuen Nationalbankgesetzes (NBG) im Jahre 2004 hatten für die Banken Vorschriften über die Kassenliquidität gegolten. Diese hatten die Banken bis Ende 1987 verpflichtet, einen im internationalen Vergleich hohen Anteil ihrer kurzfristigen Verbindlichkeiten mit greifbaren Mitteln – Noten und Münzen sowie Guthaben bei der SNB, bei den von der Eidgenössischen Bankenkommission (EBK) anerkannten Clearingzentralen und bei der Post – zu decken. Die ursprüngliche Absicht dieser Vorschriften bestand darin, die Banken ausreichend gegen unerwartete Geldbezüge durch die Kunden abzusichern. Die Vorschriften lagen daher im Zuständigkeitsbereich der EBK und waren im Bankengesetz geregelt. Da sie aber die Nachfrage der Banken nach Notenbankgeld beeinflussten, hatten sie auch eine grosse geldpolitische Bedeutung.

Zusätzlich erlaubte das alte Nationalbankgesetz der SNB, die Banken zur Haltung von Mindestreserven zu verpflichten. Durch Variation der Mindestreserve-Erfordernisse konnte sie direkt auf die Geld- und Kreditschöpfung der Banken einwirken, ohne über Offenmarktoperationen die Zinsen beeinflussen zu müssen. Davon hatte die Nationalbank aber seit 1978 keinen Gebrauch mehr gemacht; denn dieses Instrument verzerrte den Wettbewerb, indem es die heimischen Banken im Vergleich zu den ausländischen Kreditinstituten benachteiligte.⁹⁶

Die Einhaltung der Kassenliquidität überprüfte im Auftrag der EBK die SNB, allerdings nur an den Monatsenden, weshalb die Liquiditätsnachfrage der Banken über den Monatsultimo jeweils stark anstieg. Da die SNB diese zusätzliche Nachfrage nur bedingt befriedigte, sprangen die Tagesgeldsätze über den Monatsultimo von einem meist sehr tiefen Niveau auf in der Regel 30% bis 80%, vereinzelt sogar auf über 100%. Diese Zinsausschläge waren aus zwei Gründen problematisch: Sie erschwerten einerseits den Banken die Liquiditätsplanung für das Monatsende, weil sie gewisse Finanzmarktteilnehmer zu Spekulations- und Arbitrageoperationen veranlassten. Andererseits bestimmte die Liquiditätslage am Ultimo auch den Restriktionsgrad der

96 SNB, 81. Geschäftsbericht 1988, S. 40.

Geldpolitik.⁹⁷ Die SNB fühlte sich durch die Zufallsschwankungen, denen die Gironachfrage der Banken an den Monatsenden unterlag und die zu grossen Zinsausschlägen führten, bei der Umsetzung der Geldpolitik zeitweise massiv gestört.⁹⁸

Um das Ultimoproblem zu entschärfen, wurde die Kassenliquidität Anfang 1988 neu geregelt: Jedes dem Bankengesetz unterstellte Institut musste den erforderlichen Kassenbestand nun im Durchschnitt eines Monats (gerechnet vom 20. eines Monats zum 19. des folgenden Monats) halten. Er betrug 2,5% von allen Einlagen auf Sicht und auf Zeit (mit Fälligkeit innert 90 Tagen) sowie von einem Fünftel der Spargelder. Die Neuerung erleichterte die Liquiditätsplanung massgeblich. Mit der Revision sanken auch die vormals überhöhten Liquiditätsanforderungen an die Schweizer Banken auf ein im internationalen Vergleich übliches Niveau.

Die Banken passten sich an dieses neue Umfeld an. Im Gegensatz zu früher beanspruchten sie an den Monatsenden kaum mehr zusätzliche Liquidität, so dass sich die Spitzenwerte der Tagesgeldsätze zum Ultimo massiv reduzierten. Die Nachfrage der Banken nach Giro Guthaben sank auch wegen der Einführung des elektronischen Zahlungssystems Swiss Interbank Clearing (SIC, siehe 5.2.3). Dieses ermöglichte den Banken, zusätzlich Liquidität einzusparen. Der durchschnittliche Bestand ihrer Giro Guthaben bei der Nationalbank lag nach diesen beiden Neuerungen (1988) mit 5,8 Mrd. um 2,8 Mrd. Franken tiefer als im Jahr zuvor. Mit Inkrafttreten des neuen NBG im Jahre 2004 sind die Vorschriften zur Kassenliquidität im Bankengesetz aufgehoben und durch eine zeitgemässe Mindestreserveregelung im NBG ersetzt worden. Sie soll die Banken zu einer Mindestnachfrage nach Notenbankgeld veranlassen und damit die Umsetzung der Geldpolitik erleichtern. Sie dient jedoch nicht mehr als Alternative zu den rechtsgeschäftlichen Instrumenten. Dieses bereits erwähnte komplizierte System von Vorschriften zur direkten Steuerung der Geld- und Kreditschöpfung der Banken, das im alten Nationalbankgesetz (aNBG) unter der gleichen Bezeichnung enthalten war, wurde abgeschafft. Die Ausgestaltung der neuen Mindestreserveregelung lehnt sich demgegenüber an die alten Vorschriften über die Kassenliquidität im Bankengesetz an, unterscheidet sich von diesen aber in zwei wesentlichen Punkten: Einerseits müssen Verbindlichkeiten gegenüber selber mindestreservspflichtigen Banken nicht mehr mit Liquidität unterlegt werden. Andererseits zählen zu den

97 SNB, Geldpolitische Bedeutung des Ultimos und Durchführung der Ultimopolitik (1986), S. 6.

98 Birchler (1988), S. 78.

anrechenbaren Frankenaktiven neu nur noch Notenbankgeld (Banknoten und Giro Guthaben bei der SNB) und Münzen. Nicht mehr dazu gehören die Guthaben gegenüber der PostFinance und bei den von der EBK anerkannten Clearingzentralen. Das Instrument liegt nun im alleinigen Zuständigkeitsbereich der Nationalbank (Art. 17, 18, 22 NBG). Diese Gesetzesänderung hatte eine weit weniger starke Wirkung auf die Nachfrage nach Giro Guthaben als noch die Revision des Jahres 1987.

4.6.3 Von der Mengen- zur Zinssteuerung

Im Gegensatz zu den meisten anderen Notenbanken verwendete die SNB zur Umsetzung ihrer Geldpolitik lange Zeit kein operatives Zinsziel, sondern ein operatives Mengenziel: Bis 1996 leitete sie aus der geschätzten Nachfrage der Wirtschaft nach Noten, die sie ja vollständig befriedigen musste, und dem Zwischenziel für die Notenbankgeldmenge einen Zielwert für die Giro Guthaben – das operative Ziel – ab. Diesen Wert publizierte sie jedoch nicht, um keine Verwechslung mit dem Zwischenziel für die Notenbankgeldmenge aufkommen zu lassen.

1996 änderte die SNB – angesichts der zunehmenden Unsicherheit über die Entwicklung der Geldnachfrage – ihre operativen Vorgaben für die Umsetzung der Geldpolitik. Sie konzentrierte sich zwar weiterhin vorwiegend darauf, das Niveau der Giro Guthaben auf dem Zielwert zu halten, versuchte jedoch fortan, geldpolitisch unerwünschte Zinsschwankungen zu verhindern. Sie war daher in ausserordentlichen Situationen bereit, direkt auf die Zinsentwicklung einzuwirken und die Giro Guthaben von ihrem Zielwert abweichen zu lassen.

1999 unterzog die Nationalbank ihr geldpolitisches Konzept einer grundlegenden Überprüfung, nachdem die Notenbankgeldmenge zu stark an Aussagekraft eingebüsst hatte. Anfang 2000 ging die SNB zur direkten Zinssteuerung über und erklärte ein Band für den Dreimonatslibor zum neuen operativen Ziel für die Geldpolitik.⁹⁹ Mit der Publikation des Zielbands wurde die operative Vorgabe zur Umsetzung der Geldpolitik für die Märkte transparent. Seither hat die Höhe der Giro Guthaben geldpolitisch nur noch eine untergeordnete Bedeutung. Die SNB steuert den Libor indirekt über Repogeschäfte. Dabei notiert der Dreimonatslibor in der Regel höher als die Reposätze, da er sich auf eine längere Laufzeit und auf unbesicherte Kredite bezieht und somit sowohl eine Zeit- als auch eine Risikoprämie enthält. Die SNB wendet für die Steuerung ein gemischtes Verfahren an. Will sie einen unerwünschten An-

⁹⁹ SNB, 93. Geschäftsbericht 2000, S. 33 f.

stieg des Dreimonatslibors verhindern, kann sie ihre Reposätze reduzieren oder dem Bankensystem zum gegebenen Satz vermehrt Liquidität zuführen. Umgekehrt kann sie durch eine Erhöhung der Reposätze bzw. eine Verknappung der Liquiditätsversorgung bei gegebenem Satz einen Zinsanstieg herbeiführen. Dieses Verfahren erlaubt eine flexible und wirksame Steuerung des Dreimonatslibors.¹⁰⁰

4.6.4 *Die Instrumente vor Einführung des Repogeschäfts*

Die rechtsgeschäftlichen Instrumente lassen sich in Offenmarktgeschäfte und stehende Fazilitäten unterteilen. Bei den Offenmarktgeschäften geht die Initiative zum Geschäftsabschluss von der Nationalbank aus. Diese legt den Umfang und die Konditionen entsprechend ihren geldpolitischen Absichten fest. Bei den stehenden Fazilitäten hingegen können sich die Geschäftsbanken jederzeit bei der SNB zu Bedingungen refinanzieren, die schon zum Voraus feststehen. Zu den wichtigsten Offenmarktgeschäften vor Einführung des Repogeschäfts im Jahre 1998 gehörten Devisentransaktionen (Devisenswaps), die Weiterplatzierung von Bundesgeldern sowie der Swap mit Geldmarkt-Buchforderungen. Die SNB stellte den Banken zwei stehende Fazilitäten zur Verfügung, nämlich den Diskontkredit und den Lombardkredit. Sowohl der Diskont- wie auch der Lombardsatz hatten historisch eine geldpolitische Signalwirkung, die aber zusehends verblasste.

In der Schweiz entwickelten sich die Devisentransaktionen, insbesondere die Devisenswaps, nach der Freigabe der Wechselkurse Mitte der 1970er Jahre zum wichtigsten Instrument der Liquiditätssteuerung. Darin unterschied sich die SNB von den meisten anderen Zentralbanken, die ihre Offenmarktoperationen damals nicht am Devisenmarkt, sondern am Markt für einheimische Staatspapiere tätigten, d.h. ihre Geldpolitik durch den Kauf und Verkauf von inländischen Staatsanleihen am offenen Markt umsetzten. Gegen diese Art der Offenmarktpolitik sprachen in der Schweiz zu jener Zeit die steuerliche Behandlung von Wertschriftengeschäften und der sehr illiquide Kapitalmarkt. Das Volumen am schweizerischen Obligationenmarkt war wegen der Kleinheit des Landes und der zu jener Zeit sehr tiefen Staatsverschuldung bescheiden. Im Gegensatz dazu zeichnete sich der Devisenmarkt – insbesondere der Dollarmarkt – schon damals durch ein grosses Volumen aus und bot die zur Umsetzung der Geldpolitik notwendige hohe Liquidität. Zu Beginn der 1970er Jahre hatte die SNB die Notenbankgeldmenge zunächst mehrheitlich über reine Dollarkäufe ausgeweitet bzw. durch

¹⁰⁰ Jordan (2005b).

Dollarverkäufe verringert. Aus technischen Gründen und um das Wechselkursrisiko zu vermindern, verlegte sie das Schwergewicht jedoch bald auf Devisenswaps.¹⁰¹ Bei einem Liquiditätsswap erwarb sie von einer Geschäftsbank Devisen gegen Franken im Kassamarkt und verkaufte sie der gleichen Bank gleichzeitig wieder auf Termin. Dadurch erhöhten sich die Giro Guthaben der inländischen Banken nur vorübergehend, nämlich nur für die Laufzeit des Swaps. Nach Ablauf der Frist fielen sie automatisch wieder auf das Ausgangsniveau zurück, wodurch die Liquidität im Bankensystem unter die von der SNB angestrebte und von den Banken nachgefragte Menge geriet. Auf diese Weise zwang die SNB die Banken dazu, regelmässig bei ihr Liquidität nachzufragen, was ihr die Geldmengensteuerung in vielen Fällen erleichterte. Sie schloss die Geschäfte in der Regel mit einer Laufzeit von einer Woche bis zu drei Monaten ab und erneuerte sie nach Ablauf des Swaps je nach geldpolitischem Bedarf. In ausserordentlichen Situationen erweiterte sie die Laufzeit bis auf zwölf Monate. Beim Abschöpfungsswap, der Umkehrtransaktion, übernahm jeweils die SNB Franken gegen Devisen, so dass sich die Giro Guthaben der Geschäftsbanken vorübergehend verminderten. Lange Zeit war der Dollarswap das Hauptinstrument der SNB, mit dem sie den Banken den Grundbedarf an Liquidität zur Verfügung stellte. Ab Juni 1998 tätigte die Nationalbank – aus Diversifikationsüberlegungen – auch Swaps gegen D-Mark und später gegen Euro.

Da Devisenmarktgeschäfte usanzgemäss erst zwei Tage nach Geschäftsabschluss ausgeführt, d. h. liquiditätswirksam werden, war die SNB bei unerwarteten Liquiditätsschwankungen auf zusätzliche Instrumente angewiesen. Diese sollten es ihr ermöglichen, die Liquidität des Bankensystems ohne zeitliche Verzögerung zu beeinflussen. Bei dieser so genannten Feinsteuerung der Liquidität platzierte die SNB Gelder, die der Bund bei ihr angelegt hatte, – in eigenem Namen aber auf Rechnung und Risiko des Bundes – bei ausgewählten Banken. Die Laufzeit dieser Gelder lag in der Regel zwischen einem Tag (Overnight) und zwei Jahren. Mit diesem Instrument schuf die Nationalbank grundsätzlich keine neue Liquidität, sondern kompensierte lediglich, was aus dem Bankensystem auf das Konto des Bundes bei der SNB abgeflossen war. Verzichtete sie auf eine Weiterplatzierung, so lief dies auf eine Liquiditätsabschöpfung hinaus. Die SNB konnte dieses Instrument allerdings nur verwenden, wenn der Bund bei ihr ausreichend Anlagen getätigt hatte. Als sich die Finanzlage des Bundes ab 1992 verschlechterte, begannen die Anlagen des Bundes bei der SNB stark zu schwanken, wodurch das Ins-

101 SNB (1982), S. 173; Lusser (1983), S. 4 f.

trument die erforderliche Flexibilität verlor. Deshalb ging die Nationalbank im September 1992 dazu über, zusätzlich Offenmarktgeschäfte mit Geldmarkt-Buchforderungen der Eidgenossenschaft abzuschliessen. Bei diesem Geschäft gab es ebenfalls keine Verzögerung zwischen Geschäftsabschluss und Ausführung. Es entwickelte sich bald zu einem flexiblen Instrument der kurzfristigen Liquiditätssteuerung. Dabei kaufte die SNB Buchforderungen und verkaufte sie gleichzeitig wieder auf einen späteren Termin (Liquiditätsswap). Vereinzelt entzog sie dem Markt auch befristet Liquidität, indem sie Buchforderungen verkaufte und gleichzeitig auf einen späteren Zeitpunkt wieder zurückkaufte (Abschöpfungsswap). Die Laufzeit solcher Swaps lag zwischen einem und sieben Tagen. Um ihren Eigenbestand an Buchforderungen zu ergänzen, tätigte die SNB mitunter auch reine Käufe. Der Einsatz dieses Instrumentes war jedoch durch die Anzahl der emittierten Buchforderungen begrenzt.

Diskont- und Lombardkredite dienten den Banken im traditionellen geldpolitischen Instrumentarium als stehende Fazilitäten zur kurzfristigen Überbrückung von Liquiditätsengpässen sowie zur Ultimofinanzierung. Den Diskontkredit gewährte die SNB seit den 1980er Jahren im Wesentlichen nur noch, indem sie Wechsel und Geldmarkt-Buchforderungen pensionierte. Dabei übernahm sie die Werte von den Banken für eine im Voraus vereinbarte feste Frist, in der Regel für fünf Tage.¹⁰² Normalerweise schloss sie die Transaktionen zum offiziellen Diskontsatz ab. Nachdem der Wechsel zunehmend an Bedeutung verloren hatte und die SNB 1993 aus dem Geschäft mit den Pflichtlagerwechseln vollends ausgestiegen war (siehe 10.4.3), behielt der Diskontsatz noch als geldpolitisches Signal bis Ende 1999 eine gewisse Bedeutung. Danach übernahm das Zielband für den Dreimonatslibor diese Rolle, weshalb die SNB ab 2000 auf die Publikation des Diskontsatzes verzichtete.

Beim Lombardkredit gewährte die SNB ein Darlehen gegen Verpfändung von Effekten. Sie fixierte für jede Bank auf Antrag eine bestimmte Lombardlimite, welche die Bank mit Effekten zu decken hatte. Bei einem unvorhergesehenen Liquiditätsengpass konnte die Bank bis zur Höhe der Limite den Lombardkredit beanspruchen. Unter dem Regime der alten Vorschriften zur Kassenliquidität benutzten ihn die Banken – gleich wie den Diskontkredit – fast ausschliesslich dazu, ihre Liquiditätsbedürfnisse am Ultimo zu finanzieren. Da der offizielle Lombardsatz, den die SNB nur periodisch an die Marktverhältnisse anpasste, an den Monatsenden meist unter dem Geldmarktsatz lag, schöpften die Banken ihre Lombardlimiten aus Arbitrageüberlegungen

¹⁰² SNB, 78. Geschäftsbericht 1985, S. 43.

über den Ultimo jeweils voll aus. Der Lombardkredit wurde dadurch seinem ursprünglichen Zweck entfremdet. Um dieses Problem wenigstens teilweise zu entschärfen, kontingentierte ihn die SNB einerseits über eine restriktive Gewährung von Lombardlimiten sowie über eine maximal zulässige Beanspruchungsdauer¹⁰³ und führte zudem für die Ultimofinanzierung ein Anmeldeverfahren ein. Andererseits verteuerte sie die Beanspruchung des Lombards dadurch, dass sie eine Mindestlaufzeit für den Kredit festlegte.¹⁰⁴

Als mit der Einführung der neuen Vorschriften zur Kassenliquidität die markanten Zinsspitzen an den Monatsenden verschwanden, nahm die Nationalbank im Mai 1988 einige Vereinfachungen vor: Sie hob das – einst zur Kontrolle der Liquiditätsschöpfung am Ultimo eingeführte – Anmeldeverfahren zur Benützung des Notenbankkredits und die Mindestdauer für dessen Beanspruchung auf. Damit die Banken den Lombardkredit nicht als dauerhafte Refinanzierungsquelle missbrauchen konnten, indexierte die SNB den Lombardsatz am 26. Mai 1989: Sie band ihn fortan an die Entwicklung des Tagesgeldsatzes und addierte einen Zuschlag von anfangs einem und ab 14. Dezember 1989 von zwei Prozentpunkten.¹⁰⁵ Damit gelang es ihr, den Lombardkredit wieder seinem ursprünglichen Zweck – der kurzfristigen Überbrückung unvorhergesehener Liquiditätsengpässe – zuzuführen. 1993 konnte sie auch noch die letzte überholte Restriktion des Lombardgeschäfts lockern: Sie legte die Kreditlimiten nun gemäss den Anträgen der Banken und nicht mehr entsprechend einer internen Formel fest. Als Folge dieser neuen Praxis stiegen die Lombardlimiten der Banken deutlich an.¹⁰⁶ Ende 2005 löste die SNB den Lombardkredit endgültig durch ein spezielles Repo-geschäft zum Sondersatz ab.

4.6.5 Grundlegende Überprüfung der Instrumente

Mitte der 1990er Jahre sah sich die Nationalbank veranlasst, ihre geldpolitischen Instrumente aus verschiedenen Gründen vollständig zu überprüfen. Zum einen hatten die damals eingesetzten geldpolitischen Instrumente die Anzahl der möglichen Gegenparteien stark beschränkt: Insbesondere konnte die SNB Devisenswaps nur mit jenen Banken abschliessen, die über genügend Devisenbestände verfügten. Dies traf lediglich auf einige wenige Banken mit internationalem Geschäft zu, vorab auf die damals noch fünf Grossbanken. Die SNB war also nicht in der Lage, die Liquidität breit über das ganze Banken-

103 SNB (1989), S. 176.

104 SNB, 81. Geschäftsbericht 1988, S. 32.

105 SNB (1989), S. 177 f.

106 SNB, 86. Geschäftsbericht 1993, S. 60.

system zu streuen. Die Feinverteilung der Liquidität übernahmen die Grossbanken, die diese Funktion bisweilen auch zu ihren Gunsten ausnutzten. So hatten mangelnder Wettbewerb und ungenügende Effizienz am Geldmarkt mitunter unerwünschte Liquiditäts- und Zinsschwankungen zur Folge.

Zum anderen hing die SNB bei der Umsetzung ihrer Geldpolitik wesentlich von ausländischen Zahlungssystemen ab, weil bei ihrem Hauptinstrument, dem Devisenswap, die Fremdwährungszahlungen im Ausland abgewickelt wurden. Die Transaktionen wurden nicht nach dem Prinzip «Zahlung gegen Zahlung» ausgeführt, so dass die SNB einem Kreditrisiko ausgesetzt war. Sie ging während der Laufzeit eines Devisenswaps auch ein Marktrisiko ein, da die Deckung – das Dollarguthaben – wegen Wechselkursschwankungen unter den Forderungsbetrag sinken und sich bei Ausfall der Gegenpartei ein Verlust einstellen konnte. Schliesslich sah sich die SNB Mitte der 1990er Jahre der Gefahr ausgesetzt, dass die USA die Dollarguthaben der SNB im Zusammenhang mit der Diskussion ihrer Rolle im 2. Weltkrieg (siehe 10.5) sperren könnte, was sie zusätzlich unter Druck setzte, ein alternatives geldpolitisches Instrument zu entwickeln.

Vor diesem Hintergrund prüfte die Nationalbank, ob sie ihre Liquiditätssteuerung anstatt mit Devisenswaps nicht auch mit Repogeschäften durchführen konnte, wie dies andere Notenbanken schon seit einiger Zeit mit Erfolg getan hatten. Bei einem Repogeschäft verkauft der Geldnehmer Effekten an den Geldgeber und vereinbart gleichzeitig, Effekten gleicher Gattung und Menge zu einem späteren Zeitpunkt zurückzukaufen. Für die Dauer des Geschäfts zahlt der Geldnehmer einen Zins (Repozins). Aus rechtlicher Sicht gilt das Repogeschäft als Kombination eines Kaufs und eines Verkaufs von Effekten, bei welcher der Geldgeber die Effekten vom Geldnehmer für die Dauer des Geschäfts zu Eigentum erwirbt. Aus ökonomischer Sicht handelt es sich jedoch um einen Kredit, der durch Sicherheiten gedeckt ist. Obwohl der Geldgeber rechtlicher Eigentümer der übertragenen Effekten ist, fliessen die darauf anfallenden Zinsen weiterhin dem Geldnehmer zu, der somit der wirtschaftlich Begünstigte bleibt. Ein wesentliches Merkmal des Repogeschäfts bildet auch das Recht der Parteien, während der Laufzeit des Geschäfts den Wertausgleich zu verlangen, falls Schwankungen der Effektenkurse zu einer Über- oder Unterdeckung des Kredits führen.

Das Repogeschäft weist gegenüber den traditionellen Instrumenten der SNB drei wesentliche Vorteile auf: Erstens ist es dem Devisenswap bei der Zinssteuerung überlegen, weil die SNB über die Fixierung des Reposatzes den Märkten einen expliziten Hinweis darauf gibt, wie sie die momentane Zins-situation beurteilt; bei einem Devisenswap muss der implizite Zinssatz aus

dem Wechselkurs und der Zinsdifferenz hergeleitet werden. Zweitens konnte die SNB für ihre Offenmarktoperationen das Kreditrisiko praktisch eliminieren und das Marktrisiko während der Laufzeit durch den zu leistenden Wertausgleich reduzieren. Drittens konnte der Kreis der Geschäftspartner von einigen wenigen auf eine Vielzahl von Banken ausgedehnt werden. Dadurch erhielten auch kleinere Geschäftsbanken einen direkten Zugang zur Liquidität der SNB, was die Effizienz des Geldmarkts in Franken erhöhte.

4.6.6 Aufbau des Schweizer Repomarktes¹⁰⁷

Wegen diesen Vorteilen fasste die SNB den Beschluss, das Repogeschäft als geldpolitisches Instrument einzuführen. Da aber damals in der Schweiz noch kein Repomarkt existierte, musste vorgängig ein solcher Markt aufgebaut werden. Ein langjähriges Hindernis für die Entwicklung eines schweizerischen Repomarktes war die Stempelsteuer. Da sie unabhängig von der Laufzeit für jede Transaktion erhoben wurde, hatte sie das Repogeschäft mit seinen oft kurzen Laufzeiten prohibitiv verteuert. Auf Anregung der SNB und der Geschäftsbanken nahm die Eidgenössische Steuerverwaltung per 1. Januar 1997 eine Neuinterpretation des Bundesgesetzes über die Stempelabgaben vor: Sie schloss sich der wirtschaftlichen Betrachtungsweise an und qualifizierte das Repogeschäft nunmehr als gedeckten Kredit¹⁰⁸, nachdem sie es zuvor als Kombination eines Kaufs und eines Verkaufs von Effekten betrachtet hatte. Nun war das Repogeschäft von der Stempelsteuer befreit und der Weg für den Aufbau des Repomarktes frei. Damit die SNB das Repogeschäft als geldpolitisches Instrument einsetzen konnte, musste allerdings noch das Nationalbankgesetz angepasst werden: Anlässlich der Revision des Jahres 1997 erhielt die SNB die Befugnis, Repogeschäfte abzuschliessen (Art. 14 Ziff. 2 und 2^{bis} aNBG).

Der SNB ging es aber nicht nur um die Einführung eines neuen geldpolitischen Instruments. Vielmehr setzte sie sich aktiv für den Aufbau eines breiten und standardisierten Repomarktes in der Schweiz ein: Dieser sollte die Liquidität des Geldmarkts in Schweizer Franken und die Besicherung des Interbankgeschäfts erhöhen; die Standardisierung sollte die Automation der Abwicklung erleichtern und dadurch Sicherheit, Effizienz und Transparenz des Marktes verbessern. Damit wollte die SNB einen Beitrag zur Stabilität des schweizerischen Finanzsystems leisten.¹⁰⁹

107 Siehe auch Cottier (1998), S. 34 ff.

108 Eidg. Steuerverwaltung (1998).

109 Jordan (2005a).

Die späte Einführung des Repogeschäfts in der Schweiz hatte den Vorteil, dass ein von Grund auf neues Reposystem konzipiert werden konnte, das sich in Bezug auf Infrastruktur und Prozessabläufe später als weltweit führend herausstellen sollte. Bei seinem Aufbau arbeiteten Nationalbank, Geschäftsbanken und Dienstleistungsanbieter eng zusammen und lehnten sich an die internationalen Usancen an. Die Parteien waren sich einig, dass das Repogeschäft nur dann ein erfolgreiches Geldmarktinstrument werden konnte, wenn es sich einfach und rasch abwickeln liess, ein breiter Kreis von Effekten als Sicherheit vorhanden war und das System einer grossen Anzahl potenzieller Gegenparteien zur Verfügung stand. Dies sollte durch eine Standardisierung des Repogeschäfts und durch integrierte und automatisierte Abwicklungsprozesse erreicht werden. Zur Standardisierung wurden bestimmte Kontrakttypen geschaffen und die lieferbaren Effekten in verschiedenen Körben (General Collateral Baskets) zusammengefasst. Dabei wurden die wichtigsten Körbe durch die SNB definiert. Sie enthalten die notenbankfähigen – d. h. die von der SNB bei ihren geldpolitischen Repos akzeptierten – Effekten. Welche spezifischen Wertpapiere aus dem vereinbarten Korb die Vertragspartner einsetzen, spielt keine Rolle: Die Effekten dienen lediglich der Besicherung des Geschäfts, weil es bei diesem Repomarkt um die Beschaffung und die kurzfristige Anlage von Liquidität und nicht um die Ausleihe bestimmter Wertpapiere geht.

Für den Abschluss der Repogeschäfte entwickelte die SWX Swiss Exchange eine neue elektronische Handelsplattform (Eurex Repo). Diese wurde mit dem Wertschriften-Abwicklungssystem SECOM der SIS SegInterSettle AG (SIS) verknüpft, das bereits mit dem Echtzeit-Zahlungssystem SIC verbunden war. So konnte ab Juni 1999 die Swiss Value Chain auch für Repogeschäfte genutzt werden (siehe 5.2.6). Die SIS übernahm mit der Abwicklung und dem Risikomanagement eine Kernfunktion. Als so genannter Triparty-Service-Provider löst sie jeweils nach Abschluss eines Repogeschäfts alle Abwicklungsprozesse automatisch gemäss dem Prinzip «Lieferung gegen Zahlung» aus. Sie begrenzt durch ihr Risikomanagement während der Laufzeit des Repogeschäfts die Kredit- und Marktrisiken der Teilnehmer. Dazu bewertet die SIS täglich, seit Mitte 2005 sogar zweimal pro Tag, alle offenen Repogeschäfte zwischen jeweils zwei Gegenparteien, indem sie die Effektendeckungen zu Marktkursen bewertet und den entsprechenden Geldforderungen gegenüber stellt. Übersteigt die Differenz zwischen Effektendeckungen und Geldforderungen die Toleranzlimite, die sich die beiden Teilnehmer gegenseitig unilateral eingeräumt haben, so gleicht das System diese automatisch durch Übertragung von Effekten oder Geld aus. Bezüglich Effizienz und Risikominimierung nimmt dieses System international eine Spitzenposition ein.

Der Repohandel in Franken begann am 20. April 1998 zuerst auf Basis des Telefonhandels. Noch im selben Jahr liess die SNB auch Banken aus dem Ausland zu ihren geldpolitischen Repogeschäften zu. Um ihnen die Teilnahme zu erleichtern, entschied sie sich, auch in Euro denominierte Staatsanleihen und deutsche Jumbo-Pfandbriefe zu akzeptieren, sofern diese Effekten die hohen Anforderungen an die Bonität des Emittenten und an die Marktliquidität erfüllten. Die SNB versprach sich von diesem Ausbau eine höhere Liquidität des Repomarkts. Nach Inkrafttreten des neuen Nationalbankgesetzes am 1. Mai 2004 konnte der Kreis der notenbankfähigen Effekten beträchtlich erweitert werden (Art. 9 Abs. 1 lit. c NBG, siehe 9.6.5). Die SIS musste daher ihr Verbindungsnetz zu ausländischen Wertpapierverwahrern entsprechend ausbauen.

4.6.7 *Das Repogeschäft als modernes geldpolitisches Instrument*

Mit der Eröffnung des Repohandels in Franken begann die Nationalbank, Repogeschäfte bei der Liquiditätssteuerung einzusetzen. Obwohl ursprünglich nur als Ergänzung gedacht, gab die Einführung des Repogeschäfts Anlass zu einer grundlegenden Modernisierung der geldpolitischen Instrumente der SNB. Bereits im Laufe des Jahres 1998 verlor der Devisenswap stark an Bedeutung. Ab Februar 2000 benutzte ihn die SNB nicht mehr. Auch der Swap mit Geldmarkt-Buchforderungen wurde durch das Repogeschäft innert weniger Monate nach dessen Einführung vollständig ersetzt. Auf die Weiterplatzierung von Bundesgeldern verzichtet die SNB ab November 1999. Wegen seiner vielseitigen und flexiblen Einsatzmöglichkeiten hatte sich das Repogeschäft in kurzer Zeit zum wichtigsten geldpolitischen Instrument der SNB entwickelt. Der Bestand an ausstehenden Repos stieg bereits im Jahre 1999 auf knapp 20 Mrd. Franken und hat sich danach nicht mehr wesentlich verändert. Bis Ende 2005 hatte die SNB schliesslich auch den Lombardkredit durch ein Repogeschäft zum Sondersatz ersetzt. Seither bauen alle ordentlichen geldpolitischen Instrumente der SNB auf dem Repogeschäft auf. Die traditionellen geldpolitischen Instrumente stehen nur noch zur Bewältigung ausserordentlicher Situationen zur Verfügung (siehe 7.4.4).¹¹⁰

Das Repogeschäft ermöglicht es der Nationalbank zu jedem gewünschten Zeitpunkt, dem Bankensystem zusätzliche Liquidität zuzuführen oder überflüssige Liquidität abzuschöpfen. Die SNB legt dabei die Konditionen (Laufzeit, Reposatz und Volumen) für ihre Offenmarktoperationen (Hauptfinanzierungs- und Feinsteuergeschäfte) nach ihren jeweiligen Bedürfnissen

¹¹⁰ SNB, Richtlinien geldpolitisches Instrumentarium (2004), S. 3.

fest.¹¹¹ Die Hauptfinanzierungsgeschäfte schliesst die SNB mit den Banken täglich über eine Auktion ab. Das Auktionsverfahren entspricht einem so genannten Mengentender. Dabei setzt die SNB als Geldgeberin den Reposatz vor Beginn der Auktion fest, und die Banken teilen ihr während der Auktion mit, wieviel Liquidität sie zu diesem Satz beziehen wollen. Wenn nach Auktionsschluss die Gesamtnachfrage das von der SNB angestrebte Volumen übersteigt, kürzt die SNB die eingegangenen Gebote proportional. Wenige Minuten nach Auktionsschluss informiert die SNB jede Bank über den zugeteilten Betrag. Sie setzt die Fälligkeiten der Hauptfinanzierungsgeschäfte so an, dass die Geschäftsbanken nahezu täglich Geld nachfragen müssen, um das Niveau der Giroguthaben zu erreichen, das sie zur Erfüllung der Mindestreservvorschriften benötigen. Dies wiederum erlaubt es der Nationalbank, den Reposatz bei Bedarf täglich neu festzulegen und gezielt auf die Geldmarktzinsen einzuwirken. Sie entzieht dem Markt mitunter auch Liquidität. Bei solchen Abschöpfungsgeschäften tritt sie als Geldnehmerin auf und gibt in Form eines umgekehrten Repogeschäfts vorübergehend Effekten gegen Giroguthaben ab.

Feinstierungsgeschäfte dienen – wie früher die Swaps mit Geldmarkt-Buchforderungen oder die Weiterplatzierung von Bundesgeldern – dazu, unerwünschte Auswirkungen exogener Einflüsse auf die Liquiditätsversorgung auszugleichen und starke Schwankungen der Geldmarktzinsen zu dämpfen. Die SNB schliesst Feinstierungsgeschäfte auch in Form bilateraler Geschäfte mit ausgewählten Banken ab, wenn sie etwa die Liquiditätsverteilung im Bankensystem beeinflussen will. Die Bedingungen solcher Geschäfte können von denjenigen der Hauptfinanzierungsgeschäfte abweichen.

Im Oktober 1999 begann die SNB, den Geschäftspartnern über Repogeschäfte während des Tages zinslos so genannte Innertagsliquidität zur Verfügung zu stellen, um die Abwicklung des Zahlungsverkehrs im SIC und der Devisentransaktionen im Continuous Linked Settlement (siehe 5.2.6) zu erleichtern. Die Liquidität muss spätestens am Ende desselben Bankwerktages zurückbezahlt sein. Deshalb wird sie nicht zur Erfüllung des Mindestreserve-Erfordernisses angerechnet. Im Jahr 2006 bezogen die Banken täglich durchschnittlich 7,1 Mrd. Franken Innertagsliquidität.

Anstelle der früheren Lombardkredit-Fazilität ist 2004 eine auf dem Repogeschäft basierende Engpassfinanzierungs-Fazilität geschaffen worden. Sie steht den Geschäftsbanken zur kurzfristigen Überbrückung unerwarteter Liquiditätsengpässe zur Verfügung und wird über ein so genanntes Repogeschäft zum Sondersatz in Anspruch genommen. Der Sondersatz liegt ana-

¹¹¹ Jordan (2005b).

log dem Lombardsatz zwei Prozentpunkte über dem Niveau des Tagesgeldsatzes, damit die Banken die Engpassfinanzierungs-Fazilität nicht als dauerhafte Refinanzierungsquelle dem Zweck entfremden. Voraussetzung für die Inanspruchnahme der Fazilität bildet, wie beim Lombardkredit, eine entsprechende Kreditlimite bei der SNB. Bis zu deren Höhe können Geschäftsbanken Liquidität in Form eines Overnight-Repos beziehen. Die Limite ist dauerhaft durch bei der SNB repofähige Effekten zu decken. Die Effekten werden in einem auf den Geschäftspartner lautenden Deckungsdepot «SNB» bei der SIS verwahrt.

Mit der Einführung des Repogeschäfts ist es gelungen, alle Instrumente, welche die Nationalbank für die tägliche Umsetzung ihrer Geldpolitik braucht, auf einem einzigen Geschäft aufzubauen, das wahlweise im Auktionsverfahren mit allen Banken oder bilateral mit einzelnen Banken eingesetzt und anschliessend über die Swiss Value Chain automatisch abgewickelt werden kann.

4.7 Verzicht auf direkte Markteingriffe

GUIDO BOLLER

4.7.1 Einleitung

Die Nationalbank hat sich von den 1980er Jahren an wieder zunehmend auf rechtsgeschäftliche Instrumente konzentriert (siehe 4.6.1). Gleichzeitig begann sie auch, das hoheitliche Instrumentarium abzubauen. Sie hatte dieses vor allem während der Zeit der festen Wechselkurse – aber auch danach, als der Franken unter starkem Aufwertungsdruck stand – sukzessive aufgebaut (siehe 2.4.3). Viele dieser Massnahmen waren ursprünglich durch Notrecht eingeführt worden, als die SNB versucht hatte, die drei miteinander in Konflikt stehenden Ziele – freier Kapitalverkehr, feste Wechselkurse und Preisstabilität – gleichzeitig zu erreichen. 1978 waren diese Instrumente schliesslich ins Nationalbankgesetz übernommen worden.¹¹²

Die SNB setzte die Instrumente immer wieder entsprechend ihren aktuellen geld- und währungspolitischen Bedürfnissen ein. Ende der 1960er und Anfang der 1970er Jahre standen sie im Zeichen der überhitzten Konjunktur. Die Nationalbank schränkte damals die Kreditaufnahme inländischer Schuldner im In- und Ausland ein, um die Konjunktur abzukühlen. Der

¹¹² Für eine Übersicht zu den diversen Massnahmen siehe SNB (1982), Kapitel 9.

Konjunkturreinbruch nach dem ersten Erdölpreisschock machte diese Massnahmen überflüssig, worauf die SNB sie 1975 aufhob. Bestehen blieben Vorschriften, welche die Anleihe- und Aktienemissionen inländischer Schuldner betrafen. Es gab Jahre, in welchen die Emissionen weiterhin plafoniert waren und von der dafür zuständigen Kommission bewilligt werden mussten. Gegen Ende der 1970er Jahre kürzte die Emissionskommission das bewilligungspflichtige Volumen jedoch kaum mehr.

Die zweite Hälfte der 1970er Jahre stand im Zeichen des Zustroms ausländischer Gelder und der damit einhergehenden starken Aufwertung des Schweizer Frankens. Die Nationalbank schritt zu verschiedenen administrativen Massnahmen, um diese Entwicklung in den Griff zu bekommen. Unter anderem verbot sie die Verzinsung der Franken-Konten, die von Ausländern gehalten wurden, forderte darauf hohe Kommissionen ein und erliess Schranken gegen den Kauf schweizerischer Wertpapiere durch Ausländer.

Trotz all dieser Eingriffe konnte die SNB den Höhenflug des Frankens erst stoppen, als sie 1978 vorübergehend von ihrer Geldmengen- zu einer Wechselkurspolitik übergang. Sie erkannte in dieser Phase, dass Einschränkungen des Kapitalimports kein taugliches Mittel waren, um geld- und währungspolitische Ziele zu erreichen, zumal solche Restriktionen auch leicht umgangen werden konnten (siehe 2.4.3). In der Folge liberalisierte die Nationalbank den Kapitalimport zu Beginn der 1980er Jahre vollständig.

Im Kern unverändert waren in den 1970er Jahren aber die Massnahmen geblieben, mit denen die SNB den Kapitalexport regulierte. Sowohl die Vergabe von Krediten an Ausländer als auch die Emission von Franken-Wertpapieren durch ausländische Schuldner waren weiterhin bewilligungspflichtig. Die Nationalbank versuchte mit diesen Eingriffen, die Internationalisierung des Schweizer Frankens zu kontrollieren. Sie wollte damit den Spielraum für ihre Geldpolitik vergrössern. Das gleiche Ziel verfolgte sie mit der im Bankengesetz (BankG) verankerten Kompetenz, die Zinssätze von Kassenobligationen schweizerischer Banken direkt zu beeinflussen. Die Nationalbank machte auch nach dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen von dieser Kompetenz Gebrauch.

Die Erfahrung aus der zweiten Hälfte der 1970er Jahre, dass gegen die starke Höherbewertung des Frankens mit administrativen Massnahmen nicht anzukommen war, veranlasste die SNB schliesslich, ihre Politik auch in Bezug auf die internationale Rolle des Frankens zu überdenken. Dazu trug bei, dass flexible Wechselkurse inzwischen weltweit akzeptiert waren. 1978 autorisierte der Internationale Währungsfonds (IWF) flexible Wechselkurse durch die Inkraftsetzung der zweiten Änderung des IWF-Übereinkommens.

Er vollzog damit auch auf institutioneller Ebene nach, was seit dem Ende des Systems fester Wechselkurse von Bretton Woods faktisch bereits galt. Die ökonomische Literatur, die zeigte, dass flexible Wechselkurse festen Notierungen überlegen sind, förderte diese Akzeptanz. Gleichzeitig setzte sich in der wissenschaftlichen Diskussion die Erkenntnis durch, dass Wechselkurse durch die Geldpolitik und die Erwartungen über die künftige Geldpolitik bestimmt werden. Dagegen seien Versuche, den Wechselkurs durch Eingriffe in den Marktmechanismus zu steuern, unwirksam.¹¹³

Vor diesem Hintergrund begann die Nationalbank 1980 eine Politik der «kontrollierten Internationalisierung»¹¹⁴ des Schweizer Frankens. Sie überarbeitete und lockerte die Kapitalexporth Bestimmungen. Geld- und währungspolitische Motive standen dabei nicht mehr im Vordergrund. Vielmehr sollten die Kapitalexporth Bestimmungen dazu beitragen, Emissionen von Frankenanleihen – und damit ein wichtiges Steuersubstrat – in der Schweiz zu behalten sowie einen Teilbereich des inländischen Bankensektors zu schützen. Damit standen nun die Interessen des Bundes und des Bankensektors im Vordergrund. Diese beeinflussten fortan das Ausmass und das Tempo der Liberalisierung. Das Direktorium bekannte sich zwar wiederholt zum freien Kapitalverkehr, rang sich jedoch nur langsam und schrittweise dazu durch, die Bestimmungen zu lockern; es sollte noch fast 25 Jahre dauern, bis die letzten Restriktionen fielen.

4.7.2 Abschaffung der Mengen- und Preisvorschriften: 1982–1987

Zu Beginn der 1980er Jahre gab es mit dem Kapitalexporth und den Kasenobligationen demnach noch zwei Bereiche, in welchen die Nationalbank administrative Massnahmen aufrecht erhielt. Die juristische Basis der Kapitalexporth Bestimmungen war zu jener Zeit in Art. 8 BankG zu finden. Das Gesetz sollte Anfang der 1980er Jahre revidiert werden. Das Direktorium nutzte die Gelegenheit, um zu überprüfen, ob der erwähnte Artikel nicht in das Nationalbankgesetz integriert und dabei an die Bedürfnisse der SNB angepasst werden sollte. Es setzte dazu eine Arbeitsgruppe ein.¹¹⁵ Diese kam zum Schluss, dass sich die administrativen Massnahmen zur Regulierung des Kapitalexporth durch geld- und währungspolitische Anliegen nicht mehr rechtfertigen liessen.¹¹⁶ Ihr einziger Zweck bestehe noch darin, zu verhindern, dass die Emission von Frankenanleihen ins Ausland abwandere. Diese

113 Siehe beispielsweise Kenen (1994), S. 518.

114 SNB (1982), S. 203.

115 SNB, Protokoll des Direktoriums (1982), 25. März, Nr. 179.

116 SNB, Protokoll des Direktoriums (1982), 27. Mai, Nr. 299.

Gefahr bestand, da die Schweizer Banken damals wegen der Stempelsteuer gegenüber ihren Konkurrenten im Ausland benachteiligt waren. Die Regulierung des Kapitalexports sollte diesen Wettbewerbsnachteil kompensieren und die Emissionstätigkeit und damit das Steuersubstrat in der Schweiz erhalten. Die Arbeitsgruppe schlug daher vor, die Kapitalexportbestimmungen zu lockern. Diejenigen Vorschriften jedoch, welche der von den Stempelsteuern ausgehenden Schwächung der Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Banken entgegenwirkten, sollten – bis auf weiteres – beibehalten werden.

Das Direktorium teilte insgesamt diese Sicht der Dinge, setzte sich jedoch kritisch mit der fiskalischen Begründung der Kapitalexportregulierung auseinander.¹¹⁷ Es war zwar bereit, im Sinne einer pragmatischen Lösung zu einem zeitlich begrenzten Schutz des Substrats der Stempelsteuer Hand zu bieten, hielt es jedoch für problematisch, wenn die SNB vor diesen fiskalischen Sachzwängen permanent resignieren musste.

Das Bekenntnis zum freien Kapitalverkehr war daher deutlich; den Worten folgten jedoch nur bescheidene Taten. Letztlich überwogen im Direktorium politische Überlegungen: die Steuereinnahmen des Bundes sollten nicht gefährdet und der Schutz des inländischen Bankensektors darum nicht abgebaut werden. Daneben vertrat das Direktorium aber immer noch die Meinung, dass es aus geldpolitischer Sicht ratsam sei, administrative Massnahmen – trotz Zweifeln an deren Wirksamkeit – für turbulente Zeiten weiterhin im Instrumentarium zu behalten. Es sei gefährlich, jegliches Interesse an Kapitalexportregulierungen zu verneinen und die Liberalisierung zu stark zu forcieren.

Die Revision des Bankengesetzes scheiterte. Dementsprechend blieb auch Art. 8 BankG unverändert. Das Direktorium passte die Bestimmungen über den Kapitalexport jedoch schrittweise im Sinne der beschriebenen Diskussion an. Es vereinfachte sie und baute die Beschränkungen dort ab, wo sie den Handlungsspielraum der inländischen Banken beeinträchtigten. Als Kernstücke blieben 1987 nur noch die Bewilligungspflicht für Emissionen und für die Kreditaufnahme durch ausländische Schuldner sowie die Syndizierungsvorschrift. Letztere schrieb vor, dass Frankenanleihen nur durch Institute gegeben werden durften, die in der Schweiz oder – gestützt auf den Währungsvertrag – im Fürstentum Liechtenstein ansässig waren.

Auch beim Einsatz der administrativen Massnahmen im Bereich der Kasenobligationen hatten ursprünglich geld- und währungspolitische Gründe dominiert. Art. 10 Abs. 1 BankG schrieb den Banken vor, die Erhöhung der

117 SNB, Protokoll des Direktoriums (1982), 27. Mai, Nr. 299.

Zinssätze von Kassenobligationen der SNB vorgängig zu melden. Die SNB hatte nach Abs. 2 dieses Artikels das Recht, darauf hinzuwirken, dass eine Zinssatzerhöhung unterblieb. Sie verfügte damit über ein Instrument, um gewisse Zinssätze direkt und nicht nur auf dem Umweg über Interventionen an den Geld- und Devisenmärkten zu beeinflussen.

Die erwähnte Arbeitsgruppe untersuchte auch die Vorschriften im Bereich der Kassenobligationen und beantragte dem Direktorium, ganz auf diese zu verzichten. Sie sollten sowohl aus rechtlichen als auch aus ökonomischen Gründen nicht mehr weitergeführt werden. Das Direktorium folgte diesem Vorschlag nicht.¹¹⁸ Ausschlaggebend waren wiederum politische Gründe: Die Banken finanzierten einen Teil der Hypotheken durch die Ausgabe von Kassenobligationen; deren Zins stand damit über den Hypothekarzins in einem Zusammenhang mit den politisch höchst sensiblen Wohnungsmieten. Das Direktorium wollte daher weiterhin die Möglichkeit haben, die Kassenobligationensätze zu beeinflussen, obwohl es von der entsprechenden Kompetenz bereits seit mehreren Jahren keinen Gebrauch mehr gemacht hatte. Um eine Umgehung der Vorschrift zu verhindern, wollte es zudem den Begriff der Kassenobligation ausdehnen mit dem Ziel, auch andere gleichartige Schuldverschreibungen einzubeziehen.

Das Scheitern der Revision des Bankengesetzes hatte zur Folge, dass auch Art. 10 BankG nicht angepasst und sein Geltungsbereich nicht ausgedehnt wurde. Statt das Instrument strikter anzuwenden, lockerte die Nationalbank in den folgenden Jahren schrittweise ihre Praxis im Bereich der Kassenobligationen. Einen Grund hierzu sah das Direktorium nunmehr darin, dass eine geldmengenorientierte Politik darauf verzichten könne, die Zinssätze durch administrative Massnahmen direkt zu beeinflussen.¹¹⁹ Übrig blieb 1987 lediglich noch die Bestimmung, dass Banken eine Erhöhung ihrer Sätze der SNB zwei Tage im Voraus melden mussten. Von der Kompetenz, darauf hinzuwirken, dass eine beabsichtigte Zinssatzerhöhung unterblieb, machte die Nationalbank fortan keinen Gebrauch mehr. Schon ab 1984 hatte die SNB übrigens darauf verzichtet, die Banken über eingegangene Meldungen zu informieren, wie sie dies zuvor getan hatte. Sie wollte einem kartellähnlichen Verhalten nicht mehr Vorschub leisten, d. h. verhindern, dass Erhöhungen der Sätze «kollektiviert»¹²⁰ wurden.

118 SNB, Protokoll des Direktoriums (1982), 25. März, Nr. 179.

119 SNB, Protokoll des Direktoriums (1984), 1. November, Nr. 491.

120 Ebenda.

4.7.3 Wegfall der Bewilligungspflicht für Kapitalexporte: 1988–1995

Mit Wirkung vom 27. Oktober 1988 an erteilte die Nationalbank eine generelle Bewilligung für Frankenkredite, welche Schweizer Banken mit einer im Ausland domizilierten Gegenpartei abschlossen. Eine Bewilligungspflicht für individuelle Geschäfte behielt sie sich lediglich für bestimmte Länder (beispielsweise Südafrika) vor.

Das Direktorium begründete diese Liberalisierung unter anderem damit, dass es bei Krediten und Swaps – im Gegensatz zu Anleihe-Emissionen – keine fiskalischen Gründe gebe, die Syndizierungsvorschrift beizubehalten.¹²¹ An den Vorschriften für das Emissionsgeschäft hielt das Direktorium jedoch fest, obwohl es sich bewusst war, dass es damit auf die Vorteile einer liberalen Politik verzichten würde. Diese bestanden in mehr Wettbewerb und in einem Strukturwandel, der die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz gestärkt hätte.

Die Vorschriften im Bereich der Anleihe-Emissionen kamen dennoch unter Druck. Dafür verantwortlich waren Entwicklungen im internationalen Umfeld, namentlich in den Europäischen Gemeinschaften (EG): Im Juni 1988 beschlossen die Wirtschafts- und Finanzminister der EG, die Kapitalkontrollen innerhalb der Gemeinschaft bis Mitte der 1990er Jahre abzuschaffen. Im selben Jahr liessen die Staats- und Regierungschefs eine Studie erstellen, die Wege zur Realisierung einer Wirtschafts- und Währungsunion aufzeigen sollte. Die Studie erschien 1989 und führte 1990 zur Entscheidung, die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion in drei Stufen zu verwirklichen.

Die Dynamik, welche die EG bei der Verwirklichung der vier Freiheiten des Binnenmarktes – freie Güter- und Dienstleistungsmärkte, freier Personen- und freier Kapitalverkehr – entfaltete, beeinflusste auch die Schweiz. Zusammen mit den anderen Staaten der Europäischen Freihandelsassoziation handelte sie das Abkommen zum Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) aus. Der Beitritt der Schweiz zum EWR hätte dazu geführt, dass die verbleibenden Kapitalexportbestimmungen hätten angepasst werden müssen. Insbesondere die Syndizierungsvorschriften wären so zu ändern gewesen, dass auch Banken mit Sitz im EG-Ausland eine Frankenanleihe hätten emittieren können.

Das Volk lehnte den EWR-Vertrag in der Volksabstimmung vom 6. Dezember 1992 jedoch ab. Der Bundesrat beschloss daraufhin, verschiedene Gesetzesprojekte, die mit dem EWR-Beitritt verknüpft gewesen wären, unter

¹²¹ SNB, Protokoll des Direktoriums (1988), 20. Oktober, Nr. 450.

dem Stichwort «Swisslex» weiterzuführen. So fiel die Stempelsteuer auf Franken-Emissionen ausländischer Schuldner per 1. April 1993. Dies erlaubte der Nationalbank, die Syndizierungsvorschriften auf das gleiche Datum hin durch das auch in anderen europäischen Ländern angewandte Verankerungsprinzip zu ersetzen. Das Verankerungsprinzip verlangte, dass nur noch dasjenige Institut, das ein Emissionskonsortium anführte, ein Geschäftsdomizil in der Schweiz bzw. im Fürstentum Liechtenstein haben musste. Es hatte jedoch die für einen Federführer typischen Tätigkeiten im Inland auszuüben. Bis dahin hatten alle Banken, die dem Emissionskonsortium angehören wollten, ein Domizil in der Schweiz oder im Fürstentum Liechtenstein nachweisen müssen.

Die Nationalbank begründete die Liberalisierung der Vorschriften unter anderem damit, dass ohne sie der Anteil des Schweizer Frankens am internationalen Emissionsmarkt weiter zurückgehen würde. Hatte sich die SNB früher gegen die Internationalisierung des Frankens gestemmt, so befürchtete sie nun, dass dessen internationale Bedeutung im Emissionsgeschäft gefährdet sein könnte. Weiter argumentierte die SNB, dass die Bereitschaft ausländischer Notenbanken, sie bei der Durchsetzung strikter Syndizierungsvorschriften zu unterstützen, nachlassen würde.¹²² Um auch ausländische Banken zur Einhaltung der Regulierungen zu bewegen, waren die Notenbanken auf die gegenseitige Unterstützung angewiesen. Die Liberalisierung in der EG stellte diese Zusammenarbeit nun in Frage. Ganz auf Vorschriften zum Emissionsgeschäft wollte das Direktorium jedoch nicht verzichten. Das Verankerungsprinzip sei notwendig, damit die Nationalbank weiterhin die gewünschten Informationen über das Franken-Emissionsgeschäft erhalte und im Inland über kompetente Ansprechpartner verfüge.

Ebenfalls im Rahmen des «Swisslex»-Pakets wurde das Bankengesetz teilweise revidiert. Die Kompetenz der SNB, jederzeit direkt in den Kapitalverkehr eingreifen zu können, wurde abgeschafft. Neu erhielt der Bundesrat in Art. 8 BankG die Kompetenz, eine Bewilligungspflicht einzuführen, wenn kurzfristige, aussergewöhnliche Kapitalabflüsse die schweizerische Geld- und Währungspolitik ernstlich gefährden könnten. Die Nationalbank erhielt in Art. 7 Abs. 5 BankG gleichzeitig die Kompetenz, die nötigen Massnahmen zu treffen, um die Entwicklung der Märkte für Schweizer Franken zu überwachen. Auf diesen Artikel konnte die SNB fortan das Verankerungsprinzip abstützen. Schliesslich wurde die Pflicht der Banken, Erhöhungen der Kassenobligationensätze der SNB zu melden, ersatzlos gestrichen.

¹²² SNB, Protokoll des Direktoriums (1992), 26. November, Nr. 510.

Das geänderte Bankengesetz trat auf den 1. Februar 1995 in Kraft. Die SNB passte auf diesen Zeitpunkt hin das Merkblatt über Meldepflichten der Banken bei Franken-Emissionsgeschäften an. Die formelle Bewilligungspflicht für Anleihe-Emissionen fiel dahin. Das Verankerungsprinzip wurde mit einer Meldepflicht verbunden. Kapitalexporte waren nun keinen weitergehenden Restriktionen mehr unterworfen. Das Direktorium fragte sich anlässlich der Diskussion des neuen Merkblatts, ob die verbleibenden Kompetenzen gemäss Bankengesetz überhaupt rechtfertigten, verhältnismässig komplexe Regelungen aufrechtzuerhalten.¹²³ Es bejahte diese Frage unter Hinweis auf die statistischen Bedürfnisse – Daten über Anleihe-Emissionen konnten für geldpolitische Entscheide relevant sein – und die leicht protektionistische Hilfe zugunsten des schweizerischen Finanzplatzes.

4.7.4 *Vollständige Liberalisierung: 1996–2004*

Die wachsende Diskrepanz zwischen der weltweiten Integration der Finanzmärkte und der Vorschrift, dass gewisse Bereiche des Franken-Emissionsgeschäfts nur von der Schweiz aus getätigt werden durften, prägte die Zeit zwischen 1996 und 2004. Sie zeigte sich zum Beispiel darin, dass Länder, die bei der Formulierung des Verankerungsprinzips als Vorbilder gedient hatten – etwa Deutschland, Grossbritannien und Frankreich – ihre Vorschriften weiter liberalisierten. Die SNB konnte daher nicht mehr darauf bauen, dass die entsprechenden Zentralbanken sie unterstützen würden, wenn Banken in ihren Ländern Franken-Emissionen begeben würden. Sie hatten an der gegenseitigen Unterstützung kein Interesse mehr, da sie ihrer selber nicht mehr bedurften. Was der SNB noch blieb, war Moral Suasion.¹²⁴ Sie wies Banken, die im Ausland eine Franken-Emission begaben, auf die Verletzung des Verankerungsprinzips hin und machte sie darauf aufmerksam, dass der Federführer einer solchen Emission eine Basis in der Schweiz haben müsse. Die betroffenen Banken trugen diesem Erfordernis in allen bekannt gewordenen Fällen Rechnung. Inwieweit sie jedoch die Federführung wirklich aus der Schweiz heraus wahrnahmen oder ob dies lediglich dem Anschein nach geschah, konnte die Nationalbank nicht überprüfen.

Probleme, die Regulierungen durchzusetzen, verursachte auch die zunehmende Verbreitung strukturierter Produkte mit obligationenähnlichen Eigenschaften. Die Nationalbank musste diese Produkte ebenfalls dem Verankerungsprinzip unterstellen. Hätte sie dies unterlassen, wäre es für die

¹²³ SNB, Protokoll des Direktoriums (1994), 16./17. November, Nr. 507.

¹²⁴ SNB, Protokoll des Direktoriums (2000), 2. November, Nr. 489.

Märkte einfach gewesen, die Vorschriften mit synthetischen Obligationen zu umgehen. Solche Produkte dem Verankerungsprinzip zu unterstellen, führte jedoch zu weiteren Problemen. So war es nicht möglich, klar abzugrenzen, wann ein strukturiertes Produkt obligationenähnlich war und wann nicht. Kleine Änderungen an den Eigenschaften der Produkte konnten den Entscheid in die eine oder andere Richtung beeinflussen. Zudem hatten diese synthetischen Obligationen lediglich für die Gläubiger obligationenähnlichen Charakter. Für die Emittenten – in der Regel Banken – waren sie ein Instrument zur Risikobegrenzung.

Die SNB war daher gezwungen, Produkte dem Verankerungsprinzip zu unterstellen, die gar nicht der Mittelaufnahme am Kapitalmarkt dienten. Zudem musste sie ständig die Grenze zwischen regulierten und nichtregulierten Produkten neu definieren. Die Probleme der Regulierung in einem sich schnell ändernden Umfeld zeigten sich in aller Deutlichkeit. Die Nationalbank unternahm daher zweimal einen Anlauf, das Verankerungsprinzip abzuschaffen. Der erste Anlauf im Jahr 2001 scheiterte, da sie – nach Konsultationen mit betroffenen Banken – die Kosten der Abschaffung des Verankerungsprinzips in der Form von verlorenen Arbeitsplätzen und verlorenem Know-how für den Finanzplatz Schweiz höher einschätzte als die Kosten der Regulierung.¹²⁵ Im zweiten Anlauf, ein Jahr später, fasste die Nationalbank zwar den Entscheid, das Verankerungsprinzip abzuschaffen.¹²⁶ Die Anzeichen hatten sich inzwischen gemehrt, dass dieses die Attraktivität des Schweizer Frankens als Währung für Anleihe-Emissionen untergrub. Die Deregulierung sollte jedoch erst nach nochmaliger Konsultation mit allen betroffenen Parteien erfolgen.

Die Revision des Nationalbankgesetzes kam dem allerdings zuvor. Sie verwirklichte das alte Postulat, die Statistikbefugnisse der SNB in das neue Nationalbankgesetz (NBG) zu integrieren. Dabei wurde Art. 7 Abs. 5 BankG, auf welchem das Verankerungsprinzip beruhte, ersatzlos gestrichen. In der Botschaft steht dazu, dass freie Kapitalexperte für ein Land wie die Schweiz von vitaler Bedeutung seien.¹²⁷ Ökonomische Argumente zugunsten von Beschränkungen des Kapitalverkehrs seien keine ersichtlich.

Mit dem Inkrafttreten des neuen NBG am 1. Mai 2004 fiel damit auch das Verankerungsprinzip und somit die letzte Einschränkung des Kapitalexports. Selbst auf eine Meldepflicht verzichtete die Nationalbank, da sie die notwendigen Informationen über öffentlich zugängliche Kanäle beschaffen konnte.

¹²⁵ SNB, Protokoll des Direktoriums (2001), 19. April, Nr. 167.

¹²⁶ SNB, Protokoll des Direktoriums (2002), 17. Juli, Nr. 267.

¹²⁷ Botschaft (2002), S. 6162.

4.7.5 Schlussbemerkungen

Die Schweiz hat eine lange Tradition freien Kapitalverkehrs und unbeschränkten Zugangs zum Kapitalmarkt. Sie unterscheidet sich darin von vielen anderen Ländern Europas. Trotz des generellen Bekenntnisses zu freien Kapitalmärkten griff aber auch die Schweiz immer wieder direkt in diese ein. Geld- und währungspolitisch spielten die direkten Markteingriffe seit Beginn der 1980er Jahre keine Rolle mehr. Ihre Funktion lag nur noch darin, Steuereinnahmen des Bundes zu sichern und einen Teil des schweizerischen Bankensektors vor ausländischer Konkurrenz zu schützen.

Diese Ziele wurden erreicht. Der Bund gewann dank dieser Massnahmen Zeit, um das Stempelsteuergesetz nach seinem Fahrplan zu revidieren. Ohne die Syndizierungsvorschriften hätte ihn die steuerlich bedingte Abwanderung des Emissionsgeschäfts ins Ausland schon vor 1993 gezwungen, die Emission von Wertpapieren ausländischer Schuldner von der Stempelsteuer zu befreien. Die inländischen Banken und der Finanzplatz profitierten ebenfalls vom Schutz durch die Kapitalexportbestimmungen. Das Franken-Emissionsgeschäft und damit die Erträge, das Know-how sowie die Arbeitsplätze blieben in der Schweiz.

Weniger greifbar als der Nutzen sind die Kosten dieser Markteingriffe. Der Schweizer Franken verlor während dieser Zeit seine Rolle als eine der wichtigsten Emissionswährungen. Dafür gibt es verschiedene Gründe. Nicht zuletzt dürfte die Deregulierung im Ausland den Standortvorteil der Schweiz relativiert haben. Nicht auszuschliessen ist jedoch, dass die Syndizierungsvorschriften und später das Verankerungsprinzip ebenfalls zu dieser Entwicklung beigetragen haben könnten. Die künstliche Marktabschottung erschwerte den Marktzutritt und drückte damit möglicherweise auf das Emissionsvolumen. Dies beeinträchtigte auch die Liquidität und machte so den Markt für Emittenten und Anleger weniger attraktiv.

Dass der Bund die Stempelsteuer auf Emissionen in fremder Währung zudem so lange beibehielt, dürfte dazu beigetragen haben, dass das internationale Emissionsgeschäft nunmehr an Finanzplätzen ohne fiskalische Belastung wie London stattfindet. Als der Bund die Stempelsteuer für solche Emissionen 1993 abschaffte, war der Euromarkt bereits zu stark in London etabliert, als dass es zu einer Rückwanderung des Geschäfts hätte kommen können. Die Schweiz profitiert daher kaum mehr vom Wachstum dieser Märkte.

Die SNB hätte hier Gegensteuer geben können, wenn sie den Bundesrat mit mehr Nachdruck gedrängt hätte, das Stempelsteuergesetz frühzeitig anzupassen und damit den Hauptgrund für die Kapitalexportbeschränkungen

zu beseitigen. Der Druck der SNB auf den Bundesrat blieb jedoch eher schwach. Die SNB wollte sich einerseits nicht in die Zuständigkeit des Bundes in Steuerfragen einmischen, so wie auch der Bundesrat die Unabhängigkeit der Nationalbank in geldpolitischen Fragen respektierte. Andererseits hatte die Nationalbank selber ein gewisses Interesse, die Kapitalexporthrestriktionen aufrechtzuerhalten. Sie erleichterten die Beschaffung von Informationen darüber, wie der Schweizer Franken international verwendet wurde.

Kurzfristig dürfte der Nutzen der direkten Markteingriffe die Kosten überstiegen haben. In der langen Frist überwogen jedoch wahrscheinlich die Kosten den Nutzen, den einzelne Bereiche der Volkswirtschaft aus den Regulierungen gezogen haben. Die Nationalbank war sich dessen seit Beginn der 1980er Jahre bewusst. Trotzdem dominierte bei vielen ihrer Entscheide die kurzfristige Rücksichtnahme auf politische Sachzwänge.

4.8 Zunehmende Bedeutung der Kommunikation

WERNER ABEGG

4.8.1 Einleitung

Das seit 2004 geltende neue Nationalbankgesetz (NBG) erteilt der SNB explizit den Auftrag, die Öffentlichkeit regelmässig über die Geld- und Währungspolitik zu informieren und ihre geldpolitischen Absichten bekannt zu machen (Art. 7 Abs. 3 NBG). Von einer derartigen Verpflichtung zur Kommunikation war zuvor nie die Rede gewesen. Abgesehen von den Bestimmungen über die Information der Aktionäre, die der Nationalbank als spezialgesetzlicher Aktiengesellschaft obliegt, bestand im alten Nationalbankgesetz (aNBG) nur die Verpflichtung, dass sich Bundesrat und Nationalbank vor Entscheidungen von wesentlicher konjunkturpolitischer und monetärer Bedeutung gegenseitig zu unterrichten hätten (Art. 2 Abs. 2 aNBG). Ob weitere Kreise über solche Entscheidungen zu informieren seien, war offen geblieben.

Die Information als Element der Rechenschaftsablage auf verschiedenen Ebenen – Bundesrat, Parlament und breite Öffentlichkeit – erhielt im neuen NBG einen zentralen Stellenwert. Dieses nahm damit auf, was die Nationalbank in den vorangegangenen drei Jahrzehnten aus eigenem Antrieb zunehmend praktiziert hatte. Es trug aber auch Entwicklungen Rechnung, welche die Auseinandersetzung mit der Geldpolitik auf internationaler Ebene prägten: Dem wachsenden Bewusstsein, dass die Informationspflicht ein

Gegenstück zur Unabhängigkeit der Notenbank darstellt und der Erfahrung, dass eine effiziente Geldpolitik ohne systematische Kommunikationsarbeit kaum zu führen ist.

4.8.2 Ausgangspunkt und Motivation

Der Übergang zu flexiblen Wechselkursen im Jahre 1973 bedeutete für die Schweizerische Nationalbank auch den Beginn der regelmässigen und systematischen Information der breiteren Öffentlichkeit. Mit der «Vereinigung für gesunde Währung» bestand zwar seit den 1930er Jahren eine Organisation, welche über ihre «Währungspolitische Korrespondenz» Anliegen der Nationalbank gegenüber Medien und Politik vertrat und deren Ansichten ins Publikum trug. Die Vereinigung verfolgte vor allem das Ziel, die Kenntnisse über die Vorteile eines gesunden und geordneten Geldwesens zu verbessern. Sie unterhielt direkte Beziehungen zur Nationalbank und wurde von dieser massgeblich mitfinanziert.¹²⁸ Auch hatte sich die SNB schon seit Jahrzehnten damit befasst, was über sie in den Medien berichtet wurde, und sie pflegte regelmässig Beziehungen zu einzelnen Journalisten.¹²⁹ Dennoch war die Geldpolitik vor dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen eine Angelegenheit, mit der sich vor allem Eingeweihte und nur ausgewählte Medienvertreter auseinandergesetzt hatten. Allerdings waren damals auch die meisten Privatunternehmungen in ihrer Kommunikation mit der Öffentlichkeit äusserst zurückhaltend. Die Nationalbank leitete die Auflösung der «Währungspolitischen Korrespondenz» in die Wege, nachdem sie sich entschlossen hatte, vermehrt in eigenem Namen an die Öffentlichkeit zu treten.¹³⁰

Das erste Pressegespräch der Nationalbank fand am 7. November 1974 statt. Die SNB stellte in Aussicht, derartige Veranstaltungen in regelmässigen Abständen durchzuführen. In der Folge hielt sie sich für Medienanlässe zur Geldpolitik meist an einen halbjährlichen Rhythmus. Im Zentrum der ersten Veranstaltung standen Erläuterungen über den Abbau des Geldüberhangs, der mit den Interventionen zur Verteidigung des festen Wechselkurses des Schweizer Frankens entstanden war.

«Dieser [...] Anlass ist es wert, vermerkt zu werden», kommentierte die Zeitung «Tages-Anzeiger». «Er ist nicht nur Anzeichen des Generationenwechsels in der Führung der SNB, sondern dokumentiert auch die gänzlich neue und immer wichtigere Rolle, die das Noteninstitut in der schweize-

128 SNB, Protokoll des Direktoriums (1975), 6. März, Nr. 269.

129 BoE, Swiss Journalism (1937).

130 SNB, Protokoll des Direktoriums (1975), 6. März, Nr. 269.

rischen Wirtschaftspolitik spielt. Ausgangspunkt für die einflussreichere Stellung der SNB war die Freigabe des Frankenkurses. Seit Januar 1973 kann die Notenbank eine unabhängige Geldmengenpolitik führen und ist nicht mehr gezwungen, bei bestimmten Devisenkursen zu intervenieren.»¹³¹

Immerhin hatte die Nationalbank als Aktiengesellschaft zuvor schon Informationspflichten zu erfüllen gehabt, auch wenn sich diese vor allem auf die Erklärung ihres Handelns im Rückblick und weniger auf die Bekanntgabe ihrer Absichten bezogen. Diesen Pflichten kam sie in ihrem zunehmend aussagekräftigeren Geschäftsbericht und in den Präsidialreferaten an den Generalversammlungen nach. Die darin enthaltenen Informationen waren für die Eigner der SNB – mehrheitlich Kantone und kantonale Institutionen, aber auch viele Privataktionäre –, für die Märkte und für Interessierte verfügbar.

Das Bewusstsein, dass die Information über die geldpolitischen Absichten und über die Implementierung der Geldpolitik eine zentrale Verpflichtung darstellt, bestand bei der Nationalbank also schon lange bevor die Rechenschaftsablage gegenüber dem Parlament und die Information der Öffentlichkeit 2003 formell im Gesetz verankert wurden. So erliess das Direktorium bereits am 23. April 1981, nachdem es einige Erfahrung mit Medienanlässen gewonnen hatte, Regeln für die Öffentlichkeitsarbeit von Mitgliedern des Direktoriums und weiterer SNB-Repräsentanten. Sie gingen vom Grundprinzip einer grösstmöglichen Offenheit aus, was für jene Zeit und besonders für eine Notenbank bemerkenswert fortschrittlich war.¹³² Der Präsident des Direktoriums, Fritz Leutwiler, erläuterte 1982 an der Schweizerischen Mustermesse das Selbstverständnis der Nationalbank in dieser Hinsicht: Das schweizerische Noteninstitut sei dem Parlament gegenüber nicht verantwortlich, und auch der Bundesrat könne keinen direkten Einfluss auf die Notenbankpolitik nehmen. «Die Nationalbank geniesst somit einen hohen Grad an Unabhängigkeit. Das verpflichtet zur Information.»¹³³ Als Noteninstitut in einem direktdemokratischen Staatswesen sei die Nationalbank zur Kommunikation zudem eher noch stärker verpflichtet als die Zentralbanken anderer Länder: «[...] wir leben in einer Referendumsdemokratie, in welcher sich der Stimmbürger gelegentlich auch zu Fragen der Geld- und Währungsordnung auszusprechen hat, und zwar manchmal zu recht technischen [...]. In dieser Beziehung ist die Schweiz gewiss ein Unikum in der Welt [...]. Die Noten-

131 Hew (1974).

132 SNB, Protokoll des Direktoriums (1981), 23. April, Nr. 231.

133 Leutwiler (1982), S. 3 f.

bankpolitik [muss] nicht nur in unserem Lande, aber bei uns vielleicht mehr als anderswo, von einer breiten Öffentlichkeit getragen werden, wenn sie Erfolg haben will.»¹³⁴ Die SNB folgte diesem Prinzip früh – vor vielen anderen Notenbanken – und konsequent. Das Ausmass an Transparenz und der Detaillierungsgrad der zur Verfügung gestellten Informationen über die Geldpolitik wandelten sich im Zeitablauf aber recht deutlich.

4.8.3 *Kommunikation und die Effizienz der Geldpolitik*

Ein zentrales Motiv für die Kommunikation mit der Öffentlichkeit war für die Nationalbank die Beeinflussung der Inflationserwartungen in der Bevölkerung und an den Märkten. Nachdem der Anker, den der feste Wechselkurs lange Zeit dargestellt hatte, mit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen dahingefallen war, bestand Bedarf für einen geldpolitischen Indikator als Orientierungshilfe für Wirtschaft, Politik und Bevölkerung. Die Jahresziele für das Geldmengenwachstum erfüllten ab 1975 diese Aufgabe (siehe 4.3.2). Sie banden die Notenbank an eine Regel und zwangen sie, ihre geldpolitischen Entscheide zu begründen und sich am Erreichten messen zu lassen. Eine Zentralbank, die in einem System fester Wechselkurse mit ihren Interventionen lediglich einen bestimmten Wechselkurs verteidigt, kann in ihrer Kommunikation grössere Zurückhaltung üben als ein Noteninstitut, das eine eigenständige Geldpolitik verfolgt. Die Festlegung der Geldmengenziele war zu erläutern, die Erfolgskontrolle war vorzulegen: Die Geldmengenpolitik verpflichtete zur Information. Die Transparenz der schweizerischen Geldpolitik wurde dadurch erhöht. Ihre Verbesserung war auch Ende der 1990er Jahre wieder eines der Motive, als die Nationalbank von einer Geldpolitik mit Mengenzielen zu einem Konzept mit einer Inflationsprognose überging (siehe 4.4.3).

Die Transparenz der Geldpolitik war für die Nationalbank eine Voraussetzung ihrer Glaubwürdigkeit. Nur wenn der Aussenstehende beurteilen kann, ob und wie eine Notenbank ihre Aufgabe – die Wahrung der Preisstabilität – erfüllt, kann er ihr Vertrauen schenken. Das Vertrauen der Märkte und des Publikums wiederum ist eine wesentliche Voraussetzung für den Erfolg der Geldpolitik.¹³⁵ Die durch geldpolitische Massnahmen verursachten Anpassungskosten in der Volkswirtschaft sind geringer, wenn die geldpolitische Strategie nachvollziehbar ist. Leidet die Glaubwürdigkeit der Notenbank, nimmt die Unsicherheit über die künftige Inflationsentwicklung zu.

¹³⁴ Leutwiler (1982), S. 3 f.

¹³⁵ Botschaft (2002), S. 6192 f.

Der Emittent einer Anleihe beispielsweise muss unter solchen Voraussetzungen eine zusätzliche Risikoprämie bezahlen, um am Markt Erfolg zu haben. Sein Emissionserlös kann geschmälert werden. Spätere Abweichungen von der erwarteten Inflation verändern die in der Anleihe implizierten Vertragsbedingungen. Von solchen Unsicherheiten sind auch andere Verträge wie Lohnabschlüsse betroffen. Dagegen hat es eine Zentralbank mit einer guten Kommunikation in der Hand, die Ungewissheit über die künftige Teuerungsentwicklung zu verringern.¹³⁶

Wollte die Nationalbank die Inflationserwartungen der breiteren Bevölkerung beeinflussen, so sah sie sich aufgrund einer gesetzgeberischen Eigenheit in der Schweiz stets einer besonderen Schwierigkeit gegenüber – umgekehrt zwang sie diese Schwierigkeit praktisch dazu, das geldpolitische Grundlagenwissen zu verbessern. Das schweizerische Mietrecht verknüpft den Preis für die Wohnungsmiete mit dem Hypothekarzins. Ein Anstieg der Hypothekarzinsen berechtigt den Vermieter, die höheren Kosten auf die Mieter abzuwälzen; umgekehrt muss er bei einem Hypothekarzinsrückgang eine Mietreduktion vornehmen. Eine Verschärfung der Geldpolitik zieht infolge dieses Mechanismus meist als Erstes höhere Mieten und mit einer gewissen Verzögerung einen Anstieg des Konsumentenpreisindex nach sich. Verständlicherweise fällt es unter diesen Voraussetzungen einer mehrheitlich aus Mietern bestehenden Bevölkerung jeweils schwer, an die Notwendigkeit höherer Zinsen und vor allem an den Erfolg der Inflationbekämpfung zu glauben. Der anfängliche, zusätzliche Teuerungsschub schürt Zweifel an der Wirksamkeit der Geldpolitik. Die Glaubwürdigkeit der Notenbank leidet.

Diese für die Schweiz spezifische Gegebenheit verweist auch auf ein Grundproblem, das sich bei der Kommunikation der Geldpolitik stellt: Wie können Massnahmen, die sich in der Regel erst in einer fernerer Zukunft auswirken und überprüfen lassen, einer breiteren Öffentlichkeit verständlich gemacht werden? Weshalb erhöht die Notenbank beispielsweise die Zinsen in einem Moment, in dem der Wirtschaftsmotor rund läuft und zur Freude aller immer mehr beschleunigt? Oder mit einem Bild aus dem angelsächsischen Raum: Warum verstecken die Notenbanken die Party-Bowle immer dann, wenn die Party so richtig in Schwung kommt?

Es fällt in einem wirtschaftlichen und politischen Umfeld, das nach raschen, sichtbaren Resultaten verlangt, nicht immer leicht, diese Fragen zu beantworten. Nur wenn die Notenbank mit einer nachhaltigen Politik der

136 Roth (2005).

Offenheit die nötigen Glaubwürdigkeitsreserven aufgebaut hat, gelingt es ihr, ihre Geldpolitik verständlich zu machen. So erweist sich die Kommunikation als eine wichtige Voraussetzung für den Erfolg der Geldpolitik. Sie erleichtert Konsumenten und Unternehmern, sich über die künftige Geldversorgung der Wirtschaft Erwartungen zu bilden und macht die Geldpolitik voraussehbar.¹³⁷ Damit leistet die Kommunikation einen entscheidenden Beitrag zur Glaubwürdigkeit der Notenbank.

4.8.4 Kommunikation mit den Finanzmärkten

Die Informationspolitik der Notenbanken gegenüber den Finanzmärkten hat sich in den letzten Jahren gewandelt. Die meisten Zentralbanken sind von der einstigen Überzeugung, im Umgang mit den Märkten seien gewisse Unklarheiten manchmal von Nutzen, abgerückt. Die Nationalbank unternahm diesen Schritt vergleichsweise früh. Doch auch sie verfolgte immer wieder die Praxis, die Märkte mit einzelnen geldpolitischen Entscheiden zu überraschen. Dabei ist an sich unbestritten, dass die Geldpolitik über Variablen auf die Volkswirtschaft einwirkt, die von Markterwartungen beeinflusst werden. Eine hohe Transparenz gegenüber den Finanzmärkten erleichtert der Zentralbank deshalb die Führung ihrer Geldpolitik.¹³⁸ Sind die Absichten der Notenbank für die Märkte nachvollziehbar, werden sie von diesen oft vorweggenommen. Die Marktzinsen reagieren dann bereits, bevor die Notenbank ihren Leitzins verändert; die Finanzmärkte nehmen ihr gewissermassen die Arbeit ab.

Als kleine offene Volkswirtschaft mit einem traditionell freien Kapitalverkehr war die Schweiz den Schwankungen der Wechselkurse und der internationalen Zinsentwicklungen stärker ausgesetzt als andere Länder. Die Nationalbank erachtete es deshalb stets als wichtig, sich für die Umsetzung ihrer Geldpolitik an den Märkten einen gewissen Spielraum vorzubehalten. Mechanisch definierte Zielgrößen eigneten sich für die Umsetzung der Geldpolitik kaum. Dies zeigte sich im Rahmen der mengenorientierten Geldmarktsteuerung bei der Bestimmung der Höhe der Giro Guthaben der Banken. Die Giro Guthaben konnten innerhalb eines Monats stark schwanken und eigneten sich für die Marktteilnehmer kaum als Orientierungshilfe für den Restriktionsgrad der Geldpolitik – jedenfalls nicht, ohne zusätzliche Erläuterungen. Die SNB stellte den Märkten derartige Erläuterungen meist auf Anfrage der Medien zur Verfügung.

¹³⁷ Botschaft (2002), S. 6193.

¹³⁸ Roth (2002).

Die Flexibilität in der Umsetzung der Geldpolitik bewahrte sich die Nationalbank im geldpolitischen Konzept, das sie nach dem Jahr 2000 anwendete, indem sie anstelle eines Zielwerts für den Geldmarktzins ein Zielband wählte (siehe 4.4.3). Dabei bemühte sie sich im Normalfall, den Geldmarktzins in der Mitte des Bandes zu halten. Liess sie Abweichungen von diesem Prinzip zu, stieg der Informationsbedarf der Finanzmärkte jeweils rasch an. Für die Umsetzung ihrer Geldpolitik brauchte die Nationalbank diese Art Freiraum stets, doch schaffte sie damit auch immer wieder einen Bedarf an präzisierenden Hinweisen darüber, wie gewisse geldpolitische Operationen im weiteren Kontext zu verstehen seien.

Der Wechselkurs des Frankens hatte für die SNB in der Kommunikation mit den Märkten nicht immer den selben Stellenwert. Während sie in der rückblickenden Analyse ihrer Geldpolitik zwar oft auf Wechselkurseinflüsse einging und beispielsweise im Geschäftsbericht geldpolitische Entscheide in einen Zusammenhang mit der Wechselkursentwicklung stellte, ging sie bei der Ankündigung ihrer geldpolitischen Absichten mit Wechselkurshinweisen während längerer Phasen sehr zurückhaltend um (siehe 4.5.5).

In einer besonderen Lage sah sich die Nationalbank am 1. Oktober 1978, als sie mitten in einer Wechselkurskrise, die eine massive Aufwertung des Schweizer Frankens gegenüber den meisten wichtigen Währungen mit sich brachte, ein Interventionsziel für den Frankenkurs gegenüber der D-Mark bekanntgab. Sie beschloss verschiedene Massnahmen, um diese Kursrelation «deutlich über 80 Franken je 100 D-Mark zu heben [...]»¹³⁹ Insbesondere tat sie ihren Willen kund, so lange am Devisenmarkt Dollarkäufe zu tätigen, bis sich der D-Mark-Kurs wieder über dieser Schwelle halten könne. Es gelang ihr, diese Absicht umzusetzen, allerdings um den Preis einer starken Ausweitung der Geldmenge mit entsprechend negativen Folgen für die Teuerungsentwicklung in den Jahren 1980/81 (siehe 2.4.2).

Es waren diese Auswirkungen, welche die Nationalbank später dazu bewogen, die Festlegung eines Interventionsziels und die damit verbundenen Devisenmarktoperationen als «Experiment» zu bezeichnen. Dieses sei zwar unter Berücksichtigung der ausserordentlichen Umstände zu rechtfertigen gewesen, doch «[...] müsste man sich zweimal überlegen, ob man es wiederholen wolle».¹⁴⁰ Dennoch sagte sich die Nationalbank formell nie vom früheren Interventionsziel los, was im Übrigen auch nicht in ihrem Interesse gelegen wäre. In angespannten Lagen am Devisenmarkt, in denen der Fran-

¹³⁹ SNB, Medienmitteilung vom 1. Oktober 1978.

¹⁴⁰ Leutwiler (1984), S.13.

ken sich aufzuwerten begann, wirkte das ehemalige Interventionsziel nämlich oft als psychologische Widerstandsgrenze. Dies liess sich bis zur Einführung des Euro im Jahre 1999 beobachten. Auf diesem Gebiet brachte der Nationalbank ein Verzicht auf völlige Transparenz geldpolitisch also eher einen Nutzen.

In Zeiten, in welchen sich der Franken aufwertete, lief die Nationalbank oft Gefahr, von der Exportindustrie oder der Tourismusbranche mit Forderungen nach einer Lockerung der Geldpolitik oder nach Interventionen am Devisenmarkt konfrontiert zu werden. Sie hielt sich deshalb zurück, wenn es um Aussagen über die Wechselkursentwicklung ging, denn sie wollte Rufen nach konkreten Aktionen keinen Vorschub leisten. Im Rahmen ihres mengenorientierten geldpolitischen Ansatzes brachte sie die Überzeugung zum Ausdruck, die Wechselkursentwicklung sei grundsätzlich dem Markt zu überlassen. Nur bei ausserordentlich angespannten Verhältnissen wurde sie in ihren Stellungnahmen in dieser Hinsicht manchmal expliziter (siehe 4.5.5). Bei der Bekanntgabe der Geldmengenziele wies sie regelmässig darauf hin, sie werde bei unerwarteten Entwicklungen an den Finanzmärkten von ihrer Zielvorgabe abweichen. Diesem Vorbehalt lagen oft Wechselkursüberlegungen zugrunde. Eigentliche Interventionsziele formulierte die Nationalbank aber nach 1978 keine mehr.

Auch bei Devisenmarktinterventionen, welche die Nationalbank bis Mitte der 1990er Jahre meist in Absprache mit anderen Notenbanken tätigte, äusserte sie sich nicht mehr über Kursvorstellungen. Sie sah den Nutzen solcher Eingriffe später ohnehin vor allem in der Signalwirkung, die sie entfalten konnten. Dementsprechend begründete sie diese oft in dem Sinne, dass sie in einer extrem einseitigen Marktdynamik einen Gegenakzent setzen wolle. Immerhin leistete die Nationalbank auch auf diesem Gebiet frühzeitig einen Beitrag zur Transparenz, indem sie als eine der ersten Zentralbanken Devisenmarktinterventionen offiziell bestätigte. Sie bezeichnete dabei jeweils die Währungen, die sie einsetzte, nannte aber keine Interventionskurse und ging auf die Beträge der Transaktionen nur summarisch und mit grösserem zeitlichem Abstand ein.

Seit der Einführung des neuen geldpolitischen Konzepts Anfang 2000 bezieht die Nationalbank die Wechselkursentwicklung systematischer in die Darlegung ihrer geldpolitischen Absichten ein (siehe 4.4.3). Besonderes Gewicht gewannen entsprechende Hinweise im Nachgang zu den Terroranschlägen vom 11. September 2001 in den USA, die einen verunsicherten Devisenmarkt einmal mehr den Fluchthafen «Schweizer Franken» ansteuern liessen. In der Medienmitteilung vom 17. September 2001 über eine vorgezogene geld-

politische Lagebeurteilung mit Zinssenkung erschienen sie noch etwas verschlüsselt, wurden aber unter dem Druck der Ereignisse bereits am 24. September 2001 präziser: Die Senkung des Zielbands für den Liborsatz geschah aus «[...] Besorgnis über den Euro-/Franken-Wechselkurs [...]» und «[...] als Reaktion auf die starke und rasche Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro, die in den letzten Tagen erfolgte.»¹⁴¹ Ende 2001 erwähnte die SNB anlässlich ihrer Lagebeurteilung erneut die «unerwünschte Entwicklung des Frankenkurses».¹⁴² Seither findet sich in ihren Medienmitteilungen über die vierteljährlichen Lagebeurteilungen fast schon routinemässig ein Hinweis auf die Entwicklung des Frankenkurses.

4.8.5 Kommunikation mit der Politik

Anfang 2005 legte die Nationalbank erstmals zuhanden des Parlaments ihren formellen Rechenschaftsbericht über die Erfüllung ihres gesetzlichen Auftrags vor. Sie kam damit der im neuen NBG geforderten Rechenschaftspflicht nach. Der Meinungsaustausch mit den politischen Behörden war für die Nationalbank jedoch schon seit langem üblich. Mit einer Delegation des Bundesrates führte das Direktorium regelmässige Aussprachen über geld- und währungspolitische Fragen sowie über die Konjunktorentwicklung. Die Festlegung der Geldmengenziele erfolgte stets im Einvernehmen mit dem Bundesrat, und bekanntlich forderte das frühere Nationalbankgesetz eine gegenseitige Information von Nationalbank und Bundesrat vor wesentlichen wirtschaftspolitischen und monetären Entscheiden. Auch gemäss dem neuen NBG haben Bundesrat und Nationalbank einander vor derartigen Entscheiden über ihre Absichten zu unterrichten. Der Bundesrat genehmigt als erste Instanz den Geschäftsbericht, der auch schon vor Inkrafttreten des neuen NBG wesentliche Elemente des späteren Rechenschaftsberichts enthielt. Da die Aktien der Nationalbank zur Mehrheit im Besitz der Kantone und kantonaler Institutionen sind, können auch die an der Generalversammlung vorgelegten Informationen in einem weiteren Sinn als Berichterstattung gegenüber politischen Instanzen betrachtet werden.

Kennzeichnend für die Kommunikation der Nationalbank mit der Politik war vor dem Inkrafttreten des NBG dennoch eine gewisse Exklusivität. Der Dialog erfolgte meist in geschlossenem Kreis und vor spezialisiertem Publikum. Seit Beginn der 1990er Jahre fanden regelmässige Aussprachen über die Geld- und Währungspolitik zwischen dem Präsidenten des Direktoriums

¹⁴¹ SNB, Medienmitteilung vom 24. September 2001.

¹⁴² SNB, Medienmitteilung vom 7. Dezember 2001.

und den Wirtschafts- und Finanzkommissionen des Parlaments statt, die auf deren Wunsch zustande gekommen waren. Sie hatten indessen meist vertraulichen Charakter; die Information der Öffentlichkeit ging selten über den Hinweis hinaus, dass ein Meinungsaustausch stattgefunden habe. Unter dem NBG erfolgt die Rechenschaftsablage des Präsidenten des Direktoriums zwar weiterhin ausschliesslich vor den parlamentarischen Kommissionen und nicht vor dem Parlament als Plenum; formeller Adressat des Rechenschaftsberichtes ist aber doch die Bundesversammlung. Der Bericht steht zudem auch der Öffentlichkeit zur Verfügung.

Parlamentarische Geschäfte, welche die Nationalbank betreffen, werden generell vom Eidgenössischen Finanzdepartement geführt. Die Stellungnahmen der Nationalbank fliessen in der Vorbereitungsphase in die entsprechenden Anträge ein. Die Notenbank kann sich vor dem Parlament nicht selber vertreten, und Anhörungen des Notenbankpräsidenten vor dem Gesamtparlament, wie sie in einigen Ländern gepflegt werden, existieren in der Schweiz nicht.

Ausnahmsweise hat die Nationalbank doch direkten Einfluss auf den Gang einer parlamentarischen Debatte genommen, als sich das Direktorium im Herbst 1990 mit einem Schreiben an ausgewählte Parlamentarier gegen einen Antrag des Bundesrates richtete. Es ging dabei um einen dringlichen Bundesbeschluss über Teuerungsbekämpfungsmassnahmen im Bereich der Hypothekarzinsen. Wäre er angenommen worden, hätte die Schweiz eine konjunkturpolitisch motivierte Preisüberwachung der Hypothekarsätze für Wohn- und Geschäftsbauten eingeführt. Änderungen dieser Sätze hätten dann durch einen politischen Entscheid verhindert werden können. Mit der Vorlage sollte ein weiterer Anstieg der bereits auf Rekordniveau liegenden Hypothekarsätze verhindert werden. Die Nationalbank sah dadurch aber ihre Möglichkeiten, die Geldpolitik zu führen, in Gefahr und bezeichnete den Eingriff auch als ordnungspolitisch bedenklich. Sie fühlte sich im Kern ihres Aufgabenbereichs getroffen, weshalb sie zum ausserordentlichen Mittel eines direkten Appells an Parlamentarier griff. Das Projekt der Preisüberwachung von Hypothekarzinsen scheiterte schliesslich in dieser Form.

Im Jahre 2006 beteiligte sich die Nationalbank an den öffentlichen Auftritten von Bund und Kantonen, um ihre Haltung gegen die Volksinitiative «Nationalbankgewinne für die AHV» (so genannte KOSA-Initiative, siehe 9.4.9) darzulegen. Sie machte in diesem Rahmen klar, dass sie zum einen die Gewinnerwartungen der Initianten und den Anspruch, mit Nationalbankgewinnen die Altersvorsorge wesentlich entlasten zu können, als unrealistisch betrachtete. Sie fürchtete aber vor allem, dass sie in ihrer Aufgabenerfüllung

grundlegend behindert würde, wenn ihr geldpolitischer Auftrag mit der Finanzierung einer Sozialversicherung verknüpft würde. Die damit fast zwangsläufig einhergehende «Verpolitisierung» der Gewinnentwicklung der Notenbank erachtete sie als ernsthafte Gefahr für ihre Unabhängigkeit und ihre Glaubwürdigkeit an den Finanzmärkten.

4.8.6 Kommunikation mit der breiten Bevölkerung

Die Notwendigkeit, sich mit Botschaften zur Geldpolitik an die breite Bevölkerung zu wenden, stellte sich für die Nationalbank nicht nur wegen der geschilderten Hypothekarzins-Problematik und ihrer Motivation, die Inflationserwartungen beeinflussen zu können. Vielmehr hatte der Übergang zu flexiblen Wechselkursen die geld- und währungspolitische Landschaft grundlegend verändert. Die Nationalbank fühlte sich deshalb dazu verpflichtet, die entsprechenden Zusammenhänge in weiten Kreisen verständlich zu machen. Ein Mittel dazu waren Referate ihrer Direktoriumsmitglieder, ihrer Direktoren, aber auch anderer Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter. Die Nationalbank weitete ihre Tätigkeit auf diesem Gebiet zusehends aus und versuchte darüber hinaus, mehr oder weniger regelmässig in verschiedenen Landesteilen aufzutreten. Dabei spielten auch die Leiter ihrer Regionalvertretungen eine immer bedeutendere Rolle. Die SNB unternahm zudem einen für die 1970er Jahre innovativen, weil eher spielerisch angelegten Versuch, indem sie eine Filmserie namens «Geld-Geschichten» produzierte. Die Filme waren ab 1977 im Schulfilmverleih verfügbar und wurden im Fernsehen ausgestrahlt. Sie erläuterten Grundbegriffe der Geld- und Währungspolitik und zeigten Zusammenhänge zwischen Geldpolitik und Wirtschaftsentwicklung. Im letzten Teil der Serie besuchte der Nationalbankpräsident eine Schulklasse und beantwortete Fragen.

1989 realisierte die Nationalbank ein dreiteiliges Filmprojekt. Es bestand aus einem Film über das Unternehmen Nationalbank, einem Film über das Wesen des Geldes und die Funktionsweise der Geldpolitik sowie einem Dokumentarfilm mit Sequenzen aus der Geschichte des Schweizer Frankens. 2002 liess die Nationalbank im Rahmen eines Multimedia-Projekts, das auch die Möglichkeiten des Internets nutzte, wiederum zwei Filme herstellen, die sich mit dem Geld und der Geldpolitik befassten.

Informationen über Banknoten spielten im Rahmen dieser Projekte stets eine Rolle, da sich mit ihnen die unterschiedlichsten Prozesse visualisieren lassen. Wichtige Vorhaben waren seit den 1970er Jahren aber auch die Informationsmassnahmen über die Banknoten als Produkt, welche die Benutzer mit den Sicherheitsmerkmalen vertraut machen sollten. Bei der Ausgabe der

achten Banknotenserie in den Jahren 1995 bis 1998 griff die Nationalbank zu Methoden der Kommunikation, die für sie neu waren: Um sicherzustellen, dass die Bevölkerung mit dem Erscheinungsbild der Serie und den innovativen Sicherheitsmerkmalen rasch vertraut wurde, führte sie eine breite Medienkampagne, die erstmals Fernseh- und Plakatwerbung einbezog. Das Motto der Kampagne war: «Die neuen Noten – überprüfbar echt».

2002 beteiligte sich die Nationalbank an der sechsten schweizerischen Landesausstellung Expo.02 mit einer Ausstellung zum Thema «Geld und Wert – Das letzte Tabu». Sie wurde vom international renommierten Ausstellungsfachmann Harald Szeemann konzipiert. Indem die Nationalbank «Wert» zum Thema machte, erhoffte sie sich einen Beitrag zur Schärfung des Bewusstseins und zur Sensibilisierung des Publikums. Der Pavillon bestand aus einem mit echtem Gold verkleideten Kubus, in dessen Innern ein Röhrensystem an der Decke das unablässige Fliessen der Geldströme symbolisierte. Er zeigte die Geschichte des Geldes, die Unsicherheit von Werten anhand nervös zuckender Börsen- und Wechselkurse, präsentierte eine Art Modeschau der Währungen und ermöglichte Spiele mit unbegrenzten, wenn auch fiktiven Gewinn- und Verlustmöglichkeiten. Das Herzstück des Ganzen – von allen Seiten sichtbar – war ein Roboter. Dieser liess durch einen Shredder echte, aus dem Geldumlauf ohnehin zu eliminierende Banknoten in kleine Streifen schneiden. Trotz seines eher anspruchsvollen Inhalts registrierte der Pavillon eine Million Eintritte, womit er zu den gut besuchten Zielen der Landesausstellung zählte.

4.8.7 *Die Medien als Vermittler der Geldpolitik*

Eine erfolgreiche Geldpolitik ist für das Publikum selten ein spannendes Thema, denn sie hält die Inflation gering und ermöglicht der Wirtschaft ein ausgeglichenes Wachstum. Darüber lässt sich zwar berichten, doch nicht immer wieder von neuem. Interessant wird die Geldpolitik bei starken Wechselkursausschlägen, einer ungünstigen Inflations- oder Konjunkturentwicklung, bei grösseren Anspannungen und anderen Problemen. Ein ausländischer Notenbankgouverneur brachte das Dilemma einmal mit Ironie auf den Punkt, als er gegenüber Medienvertretern in Aussicht stellte, er werde sie mit fortschreitender Amtsdauer hoffentlich je länger je mehr langweilen.¹⁴³

So richtete sich in der Vergangenheit die Aufmerksamkeit der Medien in einem umfassenderen Sinn jeweils vor allem dann auf die Nationalbank, wenn schwierige geldpolitische Phasen zu durchlaufen waren. Wegen der

¹⁴³ Übernommen aus Roth (2005).

Wirkung höherer Hypothekarzinsen auf die Mieten und die verfügbaren Einkommen stand die Nationalbank oft im Mittelpunkt des kritischen Interesses, wenn sie ihren geldpolitischen Kurs verschärfte. Man lastete ihr die Schuld an den Mietpreissteigerungen an und stellte ihre Fähigkeiten, eine wirksame Geldpolitik zu führen, in Zweifel. Diese Debatten verliefen manchmal heftig und wurden auch in jenen Medien geführt, die sich üblicherweise eher populärer Themen annehmen. Dies war noch in der ersten Hälfte der 1990er Jahre der Fall, als sich die SNB zu einer besonders drastischen Korrektur ihres geldpolitischen Kurses veranlasst sah, um die Preisstabilität zurückzugewinnen.

Letztlich ist es aber ein spezialisierter Kreis von Medienschaffenden, der regelmässig über die Notenbankpolitik berichtet und diese analysiert. Er umfasst die nationalen und internationale Nachrichten- und Finanzagenturen, Fachpublikationen aus der Finanz- und Wirtschaftswelt sowie Spezialisten der Wirtschaftsressorts grösserer Zeitungen und der nationalen Radio- und Fernsehsender. Das systematische «Central Bank Watching», das viele Medien angelsächsischer Länder betreiben, ist in der Schweiz weniger weit entwickelt.

Mit dem Internet nutzt auch die Nationalbank seit 1998 ein Medium, das ihr einen direkten Zugang zu Forschung, Politik und Schulen, aber auch zu breiten Publikumsschichten ermöglicht. Die Zentralbanken haben ihre Websites in den letzten Jahren systematisch ausgebaut. Heute erweist sich dieses Medium als unverzichtbar für die Vermittlung geldpolitischen Grundlagenwissens und für die Erläuterung der Notenbankaktivitäten. Die Möglichkeiten des Internets sind für die Nationalbank noch keineswegs ausgeschöpft und werden fortwährend weiterentwickelt. Zugleich hat der grosse Erfolg des Internets die traditionellen Medien unter erheblichen Konkurrenz- und Spardruck gesetzt. Ob diese auch in Zukunft über die notwendigen Ressourcen verfügen werden, um die auf den ersten Blick nicht sehr populäre Zentralbankthematik fundiert zu betreuen, bleibt deshalb eine offene Frage.

Quellen

- BoE, Swiss Journalism (1937), Memorandum of 29 November, BEA OV 63/29.
- Botschaft (2002) über die Revision des Nationalbankgesetzes vom 26. Juni, BBl 2002 6097–6303.
- Die Schweiz und die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion (1998), Bericht der interdepartementalen Arbeitsgruppe «Euro» vom Juni, SNBA.
- Eidg. Steuerverwaltung (1998), Merkblatt (S-02.140): REPO-Geschäft, Bern.
- Internationale Währungslage (1979), Bericht der Arbeitsgruppe [Internationale Währungslage], 31. Januar, SNBA.
- SNB an Delegation des Bundesrates für allgemeine Wirtschaftspolitik (1979), Lettre de Pierre Languetin, directeur général de la BNS, concernant le Groupe de travail sur la situation monétaire internationale et adressée à la Délégation du Conseil fédéral pour les questions économiques générales, 15 novembre, SNBA.
- SNB, Geldpolitische Bedeutung des Ultimos (1986), Geldpolitische Bedeutung des Ultimos und Durchführung der Ultimopolitik, [Papier vom 2. Juli, erstellt aufgrund einer Arbeitstagung des III. Departements vom 30. Mai], SNBA.
- SNB, *Geschäftsbericht* (verschiedene Jahre), Bibliothek SNB Zürich.
- SNB, Medienmitteilung (verschiedene Jahre), SNBA.
- SNB, *Monatsbericht* (verschiedene Jahre), Bibliothek SNB Zürich.
- SNB, Protokoll des Direktoriums (verschiedene Jahre), SNBA.
- SNB, Richtlinien geldpolitisches Instrumentarium (2004), Richtlinien der Schweizerischen Nationalbank (SNB) über das geldpolitische Instrumentarium vom 25. März, <http://www.snb.ch>, Rubrik: Die SNB/Rechtliche Grundlagen.
- SNB, *Statistisches Monatsheft* (verschiedene Jahre), Bibliothek SNB Zürich.

Literatur

- Baltensperger, E. (2005), *Mut zum Aufbruch – 10 Jahre danach*, Zürich: Orell Füssli.
- Barro, R. J. (1986), Recent Developments in the Theory of Rules Versus Discretion, *Economic Journal*, 96 (Conference Papers), S. 23–37.
- Bernanke, B. S., T. Laubach, F. S. Mishkin und A. S. Posen (1999), *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton NJ: Princeton University Press.
- Birchler, U. W. (1988), Neue Liquiditätsvorschriften und Geldpolitik, *Geld, Währung und Konjunktur*, Quartalsheft SNB, 6 (1), S. 75–81.
- BIZ (1996), Bank for International Settlements, *Implications for central banks of the development of electronic money*, Basle: BIS.
- Brunner, K. (1968), The Role of money and monetary policy, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 50 (7), S. 8–24.
- Capitelli, R. und P. Buomberger (1990), Zur Geldpolitik der achtziger Jahre: Einige grundsätzliche Überlegungen, *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, 126 (4), S. 535–551.
- Chrystal, K. A. (1990), (Hrsg.), *Monetarism*, Bd. 1, Aldershot [etc.]: Elgar.
- Cottier, P. (1998), Das Repo – ein neues geldpolitisches Instrument, *Quartalsheft SNB*, 16 (3), S. 34–45.

- Eidg. Volkswirtschaftsdepartement (2002), Der Wachstumsbericht: Determinanten des Schweizer Wirtschaftswachstums und Ansatzpunkte für eine wachstumsorientierte Wirtschaftspolitik, *Grundlagen der Wirtschaftspolitik Nr. 3D*, Studienreihe des Staatssekretariats für Wirtschaft – Leistungsbereich Wirtschaftspolitische Grundlagen, Bern [: SECO].
- Fox, K. J. und M. Zurlinden (2006), On Understanding Sources of Growth and Output Gaps for Switzerland, *Swiss National Bank Working Papers*, 10-2006, Zürich: SNB.
- Friedman, M. (1960), *A Program for Monetary Stability*, New York: Fordham University Press.
- Genberg, H. und U. Kohli (1997), Recent Developments in Swiss Monetary Policy, in: P. Bacchetta und W. Wasserfallen (Hrsg.), *Economic Policy in Switzerland*, London: Macmillan, S. 8–29.
- Hew, F. (1974), Premiere bei der Nationalbank, Kommentar im *Tages-Anzeiger* [Zürich] Nr. 260 vom 8. November, S. 1.
- Jordan, T. J. (2005a), Risikominimierung und Liquiditätssicherung mittels Einsatz von Repo-Geschäften, Referat gehalten an der Tagung «Liquidität: eine Herausforderung für die Banken» in Zürich, 11. Januar, Bibliothek SNB Zürich.
- Jordan, T. J. (2005b), Umsetzung der Geldpolitik in der Schweiz, *Die Volkswirtschaft: Das Magazin für Wirtschaftspolitik*, 78 (4), S. 50–54.
- Jordan, T. J. und M. Peytrignet (2001), Die Inflationsprognose der Schweizerischen Nationalbank, *Quartalsheft SNB*, 19 (2), S. 54–61.
- Jordan, T. J. und M. R. Savioz (2003), Sind Kombinationen von Prognosen aus VAR-Modellen sinnvoll? Eine empirische Analyse mit Inflationsprognosen für die Schweiz, *Quartalsheft SNB*, 21 (4), S. 80–93.
- Jordan, T. J., P. Kugler, C. Lenz und M. R. Savioz (2002), Inflationsprognosen mit vektor-autoregressiven Modellen, *Quartalsheft SNB*, 20 (1), S. 40–66.
- Kenen, P. (1994), *The International Economy*, 3rd edition, Cambridge: Cambridge University Press.
- Kohli, U. (1984), La demande de monnaie en Suisse, *Geld, Währung und Konjunktur*, Quartalsheft SNB, 2 (4), S. 64–70.
- Kohli, U. (1985), La demande de monnaie en Suisse: Aspects divers, *Geld, Währung und Konjunktur*, Quartalsheft SNB, 3 (2), S. 150–164.
- Kohli, U. (1989), Consistent estimation when the left-hand variable is exogenous over part of the sample period, *Journal of Applied Econometrics*, 4 (3), S. 283–293.
- Kohli, U. (2004), Real GDP, real domestic income, and terms-of-trade changes, *Journal of International Economics*, 62 (1), S. 83–106.
- Kohli, U. (2005), Switzerland's growth deficit: a real problem – but only half as bad as it looks, in: L. Steinmann und H. Rentsch (Hrsg.), *Diagnose: Wachstumsschwäche: Die Debatte über die fehlende Dynamik der schweizerischen Volkswirtschaft*, Zürich: Verlag Neue Zürcher Zeitung, S. 61–75.
- Kohli, U. und G. Rich (1986), Monetary Control: The Swiss Experience, *Cato Journal*, 5 (3), S. 911–926.
- Kommission für Konjunkturfragen (1996), Arbeitsgruppe WWU, *Die Schweiz und die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion: eine Analyse der wirtschaftlichen Aspekte*, Bern.
- Kommission für Konjunkturfragen (2004), *Jahresbericht*, Bern.
- Kugler, P. und G. Rich, (2002), Monetary Policy Under Low Interest Rates: The Experience of Switzerland in the Late 1970s, *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, 138 (3), S. 241–269.

- Kydland, F. E. und E. C. Prescott (1977), Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, *Journal of Political Economy*, 85 (3), S. 473–491.
- Leutwiler, F. (1982), Geld, Kredit und Währung als Informationsgegenstand, Referat gehalten an der Schweizer Mustermesse Basel, 17. April, Bibliothek SNB Zürich.
- Leutwiler, F. (1984), Geldpolitik auf dem Prüfstand, Referat gehalten vor dem Deutschen Sparkassen- und Giroverband, Bonn, 26. November, Bibliothek SNB Zürich.
- Lusser, M. (1983), Der Devisenhandel aus notenbankpolitischer Sicht, Referat gehalten in Locarno, 29. Oktober, Bibliothek SNB Zürich.
- Lusser, M. (1996), Generalversammlungsreferat vom 19. April, *Geld, Währung und Konjunktur*, Quartalsheft SNB, 14 (2), S. 143–148.
- McCallum, B. T. (1987), The Case for Rules in the Conduct of Monetary Policy: A Concrete Example, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, 14 (July), S. 10–18.
- McCallum, B. T. (1989), *Monetary Economics, Theory and Policy*, New York: Macmillan.
- Meyer, H. (2000), Zur Geldpolitik im neuen Jahr, Referat gehalten an der Universität St. Gallen, 20. Januar, *Quartalsheft SNB*, 18 (1), S. 38–46.
- Nicoletti, G., S. Scarpetta und O. Boylaud (1999), Summary indicators of product market regulation and employment protection legislation for the purpose of international comparison, *OECD Economics Department Working Papers*, 226, Paris: OECD.
- OECD (verschiedene Jahre), Organisation de cooperation et de devveloppement conomiques, *Etudes conomiques: Suisse*, Paris: OCDE.
- Peytrignet, M. (1996a), Stabilite conometrique des agregats monetaires suisses, *Geld, Währung und Konjunktur*, Quartalsheft SNB, 14 (3), S. 251–278.
- Peytrignet, M. (1996b), *Effects of Electronic Money on the Behaviour of the Monetary Aggregates*, Paper prepared for the BIS Working Group on the Monetary Policy and Seigniorage Implications of Electronic Money, vervielfältigt, [Zürich: SNB].
- Peytrignet, M. (2000), Politique monetaire suisse en changes flexibles: la pratique des objectifs monetaires, in: Banque du Canada, *La monnaie, la politique monetaire et les mecanismes de transmission*, actes d’un colloque tenu  la Banque du Canada, novembre 1999, S. 223–251.
- Peytrignet, M. und U. Schwarz (1990), *Suggestions pour une reforme de la monnaie centrale, document de travail de la BNS*, vervielfältigt, [Zürich: SNB].
- Peytrignet, M. und C. Stahel (1998), Stability of money demand in Switzerland: A comparison of the M_2 and M_3 cases, *Empirical Economics*, 23 (3), S. 437–454.
- Peytrignet, M. und C. Stahel (1999), Stability of money demand in Switzerland: A comparison of the M_2 and M_3 cases, in: H. Lutkepohl und J. Wolters (Hrsg.), *Money demand in Europe*, Heidelberg: Physica, S. 171–188.
- Rich, G. (1990a), Capitelli und Buomberger zur schweizerischen Geldpolitik: Der Wechselkurs als Deus ex machina?, *Schweizerische Zeitschrift fur Volkswirtschaft und Statistik*, 126 (4), S. 553–565.
- Rich, G. (1990b), Comment on H. Genberg, In the Shadow of the Mark: Exchange Rate and Monetary Policy in Austria and Switzerland, in: V. Argy und P. de Grauwe (Hrsg.): *Choosing an Exchange Rate Regime: The Challenge for Smaller Industrial Countries*, Washington DC: IMF, S. 220–223.
- Rich, G. (1997a), Monetary targets as a policy rule: lessons from the Swiss experience, *Journal of Monetary Economics*, 39 (1), S. 113–141.

- Rich, G. (1997b), Comment on H. Genberg and U. Kohli, Recent Developments in Swiss Monetary Policy, in: P. Bacchetta und W. Wasserfallen (Hrsg.), *Economic Policy in Switzerland*, London: Macmillan, S. 30–34.
- Rich, G. (2003), Swiss monetary targeting 1974–1996: the role of internal policy analysis, *ECB Working Paper Series*, 236, Frankfurt am Main: European Central Bank.
- Rich, G. und J.-P. Béguelin (1985), Swiss Monetary Policy in the 1970s and 1980s: An Experiment in Pragmatic Monetarism, in: K. Brunner (Hrsg.): *Monetary Policy and Monetary Regimes*, A Symposium dedicated to Robert E. Weintraub, Rochester NY: University of Rochester, S. 76–111.
- Rich, G. und K. Schiltknecht (1980), Targeting The Monetary Base – The Swiss Approach, in: Bank for International Settlements: *The Monetary Base Approach to Monetary Control*, Basle: BIS, S. 150–170.
- Roth, J.-P. (2002), Ist eine Notenbank für Überraschungen gut?, Referat gehalten vor der Statistisch-Volkswirtschaftlichen Gesellschaft, Basel, 25. März, Bibliothek SNB Zürich.
- Roth, J.-P. (2005), Langeweile statt geheimnisvolle Aura – Das Umdenken in der geldpolitischen Kommunikation, *Neue Zürcher Zeitung* Nr. 9 vom 12. Januar, S. 131.
- SNB (1982), *75 Jahre Schweizerische Nationalbank: Die Zeit von 1957 bis 1982*, Zürich: Verlag Neue Zürcher Zeitung.
- SNB (1989), Die Einführung des flexiblen Lombardsatzes, *Geld, Währung und Konjunktur*, Quartalsheft SNB, 7 (2), S. 175–178.
- SNB (1993), Wirtschafts- und Währungslage, Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage für die Sitzung des Bankrates vom 5. März, *Geld, Währung und Konjunktur*, Quartalsheft SNB, 11 (1), S. 9–34.
- SNB (1994), Die Geldpolitik der Nationalbank im Jahre 1995, *Geld, Währung und Konjunktur*, Quartalsheft SNB, 12 (4), S. 263–265.
- SNB (1999), Geldpolitische Beschlüsse der Schweizerischen Nationalbank für das Jahr 2000, *Quartalsheft SNB*, 17 (4), S. 8–13.
- Stalder, P. (2001), Ein ökonometrisches Makromodell für die Schweiz, *Quartalsheft SNB*, 19 (2), S. 62–89.
- Woodford, M. (2003), *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton NJ: Princeton University Press.

5 Die Nationalbank im Zahlungsverkehr

5.1 Bargeldumlauf und Bargeldversorgung

GUY MARADAN

5.1.1 Gesetzliche Grundlagen und Aufgabe

Die Bundesverfassung (BV) verleiht dem Bund das Recht, sowohl Banknoten auszugeben als auch Münzen zu prägen (Art. 99 BV). Die geltende Gesetzgebung sieht allerdings vor, dass die beiden Arten von Zahlungsmitteln durch zwei verschiedene Institutionen emittiert werden. Diese Trennung ist ein historisches Relikt. Nachdem das Münzregal mit der Verfassung von 1848 dem Bund übertragen worden war, schloss sich die Schweiz zunächst dem französischen Münzsystem und 1865 der so genannten Lateinischen Münzunion an. Diese Währungsunion war – wie im übrigen Europa üblich – ein Metallwährungs-Regime, bei dem der Nominalwert der Münzen dem Edelmetallwert entsprach. Dieses Regime kam mit wenigen staatlichen Regeln aus. Die wesentlichste war der Münzfuss, d. h. die Festlegung der Währungseinheit in einer bestimmten Menge Edelmetall. Es war der Gang der Wirtschaft, der den Geldumlauf zur Hauptsache steuerte (siehe 1.3).

Banknoten waren damals noch wenig verbreitet. Sie waren keine gesetzlichen Zahlungsmittel, sondern verkörperten lediglich den Anspruch auf eine bestimmte Menge Edelmetall. Ihre Emission war privaten Banken und Kantonalbanken überlassen; kantonale Gesetze regelten die Einzelheiten. Erst als die Banknoten in der Schweiz ab 1870 grössere Verbreitung gefunden hatten, wurden eine bundesrechtliche Regelung und später die Monopolisierung der Notenausgabe allmählich zu einem Thema. Nach langen Debatten kam es 1907 schliesslich zur Gründung der Nationalbank. Da das Metallwährungs-Regime jedoch unverändert geblieben war, wurde die Frage, ob Münzen und Noten nicht von der gleichen Institution ausgegeben werden sollten, gar nicht gestellt. Selbst als die schweizerischen Banknoten kurz nach Ausbruch des Ersten Weltkriegs erstmals gesetzlichen Kurs erhalten hatten, kam dieses Thema nicht auf.

Eine Übertragung des Münzregals auf die Nationalbank wurde erst 1999 bei der Ausarbeitung des Bundesgesetzes über die Währung und die Zahlungsmittel (WZG) thematisiert. Inzwischen hatten die Edelmetall-Münzen ihre Funktion als gesetzliches Zahlungsmittel schon lange an die Banknoten verloren; sie waren durch Münzen aus minderwertigen Legierungen ersetzt

worden, die nur noch zur Bezahlung kleiner Beträge dienten. Die Sachlogik hätte für die Übertragung des Münzregals an die Nationalbank gesprochen. Aus politischen und fiskalischen Überlegungen hielt der Gesetzgeber jedoch an der Trennung zwischen Münz- und Banknotenausgabe fest (siehe 9.5.2).

Eine der Aufgaben der Nationalbank besteht darin, die Bargeldversorgung zu gewährleisten, d.h. die verlangte Menge Bargeld in der gewünschten Stückelung am richtigen Ort und zur richtigen Zeit zur Verfügung zu stellen. Dabei hat sie ein ausgewogenes Verhältnis zwischen Sicherheit und Kosten anzustreben.

5.1.2 Die Bargeldnachfrage

Die Nachfrage nach Banknoten und Münzen geht von den Unternehmen, den Konsumenten und dem Staat aus. Die SNB stellt ohne Einschränkungen so viel Bargeld zur Verfügung, wie nachgefragt wird. Die Verwendung von Bargeld ist praktisch und daher weit verbreitet. Da man es sehen und greifen kann, ist es tief im Bewusstsein der Bevölkerung verankert. Seine Popularität hat verschiedene Gründe: Als anonymes Zahlungsmittel lässt es sich einfach und diskret verwenden, und Zahlungen in Bargeld entfalten uneingeschränkt befreiende Wirkung. Seine Hauptnachteile sind das Risiko von Verlust und Vernichtung.

In der Schweiz hat Bargeld einen hohen Stellenwert. Ende 2005 entfielen auf jeden Einwohner durchschnittlich 5600 Franken in bar. In den Vereinigten Staaten betrug der entsprechende Gegenwert 3300 Franken, in den Ländern der Eurozone 2800 Franken und in Grossbritannien 1400 Franken. Einzig die Japaner hielten mit umgerechnet 6500 Franken pro Einwohner höhere Barbestände als die Schweizer. Diese internationalen Vergleiche sind allerdings mit Vorsicht zu interpretieren, da mitunter ein Teil der Banknoten ausser Landes zirkulieren kann. So kommt eine Untersuchung aus dem Jahre 1997 zum Schluss, dass sich rund 40% der schweizerischen Banknoten im Ausland befinden; vor allem die Tausendernote wird dort oft als Wertaufbewahrungsmittel benutzt.¹

Auf lange Sicht steigt der Notenumlauf mit der Wirtschaftsaktivität, allerdings in schwächerem Rhythmus. So zirkulierten im Jahre 1945 Banknoten im Wert von 3,5 Mrd. Franken, während es 38,2 Mrd. Franken im Jahre 2006 waren. Im selben Zeitraum sank das Verhältnis von Notenumlauf zum Bruttoinlandsprodukt von 25% (1945) auf rund 8% (2006). Diese Entwicklung ist eine Folge des technischen Fortschritts und von Innovationen im Zahlungs-

1 SNB, Wie gross ist der Frankenumlauf im Inland? (1998).

verkehr, dank welchen Unternehmungen und Haushalte bei unverändertem Kassenbestand mehr Transaktionen tätigen können. Die Entwicklung des bargeldlosen Zahlungsverkehrs beeinflusst den Notenumlauf somit nachhaltig (siehe 5.2.7).

Bei kurzfristiger Betrachtung ist die Konjunktur ein wichtiger Bestimmungsfaktor der Banknotennachfrage. Sie beeinflusst den Notenumlauf nicht nur über die Schwankungen der Wirtschaftsaktivität, sondern vor allem über die Veränderung der Zinssätze. Normalerweise nimmt der Notenumlauf in Hochzinsphasen ab, weil die Besitzer flüssiger Mittel dann verzinsliche Bankeinlagen vorziehen: Das Bargeld fliesst also rasch zur Nationalbank zurück. In Phasen tiefer Zinsen erhöht sich demgegenüber die Bargeldnachfrage.

Auch saisonale Schwankungen beeinflussen die Notennachfrage. Meist erhöht sich diese an den Quartalsenden, vor Feiertagen und am Jahresende (+7% bis +10% im Vergleich zum Vormonat). Bis Ende der 1990er Jahre hatte das schweizerische Steuersystem die Eigenheit, dass das Stichdatum für die Steuererklärung auf das Ende der geraden Jahre fiel. Um ein tieferes steuerpflichtiges Vermögen auszuweisen, zogen auf diese Termine hin viele Steuerpflichtige Mittel von den Banken ab, was zu einer Kulmination des Notenumlaufs am Ende der geraden Jahre führte. Ausserdem stieg bis Anfang der 1970er Jahre der Notenumlauf auch auf die Monatsenden hin um 2% bis 3% an, da damals noch viele Löhne in bar ausbezahlt wurden.² In den ersten zehn Tagen des Folgemonats sank der Notenumlauf daraufhin wieder auf das übliche Niveau zurück. Inzwischen werden Löhne und Gehälter den Konten der Arbeitnehmer gutgeschrieben und die Beträge nicht mehr auf einmal abgehoben. Der Anreiz zu Geldbezügen am Monatsende ist auch deshalb weniger ausgeprägt als früher, weil Geldausgabeautomaten nunmehr einen ständigen Zugang zu Bargeld gewährleisten.

Schliesslich führten im Verlauf des letzten Vierteljahrhunderts auch einmalige Ereignisse zu spürbaren Schwankungen der Notennachfrage. So wurde im Zusammenhang mit dem Wechsel zum Jahr 2000 in der Schweiz – wie auch anderswo auf der Welt – befürchtet, die Informatiksysteme könnten teilweise oder gänzlich versagen. Um eine Mehrnachfrage nach Noten seitens der Kunden befriedigen zu können, stellten die Banken grössere Bargeldreserven bereit. Wie andere Zentralbanken auch, liess die Nationalbank einen zusätzlichen Notenvorrat – insbesondere an Tausendernoten – drucken. Der Notenumlauf erhöhte sich per 31. Dezember 1999 denn auch auf 37,2 Mrd.

2 Klein und Palazzo (2003), S. 58.

Franken, d. h. um 18% gegenüber dem Ende des Vorjahres. Das so genannte Millenniums-Problem blieb jedoch aus, und der Notenumlauf bildete sich während des ersten Quartals 2000 wieder auf das übliche Niveau zurück.

Die Unsicherheit im Zusammenhang mit der Umstellung auf die Euro-Banknoten und -Münzen per 1. Januar 2002 führte ebenfalls zu einem Anstieg des Notenumlaufs: Ende 2001 betrug dieser 39,8 Mrd. Franken, was im Vergleich zum Vorjahr eine Zunahme um 12,2% bedeutete. Die Nachfrage nach schweizerischen – ebenso wie nach amerikanischen und englischen – Banknoten blieb auch in den ersten Monaten des Folgejahres hoch.

5.1.3 Die Notenstückelung

Die Hunderternote ist der meist verwendete Notenabschnitt; sein Anteil am gesamten Notenumlauf übersteigt 30%. Gemessen am Nominalwert sind jedoch die Tausendernoten am bedeutendsten: Mit insgesamt 20 Mrd. Franken vereinigen sie wertmässig die Hälfte des Notenumlaufs auf sich.

Die Banknotenstückelung wird periodisch überprüft, um die jeweils optimale Zusammensetzung zu finden. Der Ersatz der Fünfhunderter- durch eine Zweihunderternote ist indessen die einzige Änderung, die gegenüber den früheren Notenserien vorgenommen worden ist. Gegen Ende 1985 prüfte die Nationalbank – angesichts der geringen Nachfrage nach Fünfhunderternoten – zwei Stückelungsvarianten: eine Serie mit sieben Notenabschnitten (Zweihunderter- und Fünfhunderternote) sowie eine Serie mit sechs Abschnitten (entweder Zweihunderter- oder Fünfhunderternote).³ Die erste Variante wurde aus drei Gründen verworfen: Eine Umfrage unter Banken und anderen interessierten Wirtschaftskreisen hatte eine klare Vorliebe für die Serie mit sechs Abschnitten ergeben. Ausserdem hatten andere Länder mit der Einführung eines zusätzlichen Notenabschnitts in eine bestehende Serie schlechte Erfahrungen gemacht. Schliesslich waren auch die Mehrkosten für den Druck einer Serie mit einem zusätzlichen Notenabschnitt beträchtlich. So beschloss das Direktorium 1987, eine Zweihunderternote einzuführen und die Fünfhunderternote aus dem Verkehr zu ziehen. Der Wechsel von der Fünfhunderter- zur Zweihunderternote wirkte sich auch auf die Nachfrage nach den beiden benachbarten Abschnitten – der Hunderter- und der Tausendernote – aus.

Bei den Vorbereitungsarbeiten für die neunte Banknotenserie im Jahre 2003 erwog die Nationalbank die Einführung einer Fünftausendernote, nachdem sie anlässlich der sechsten Serie in den 1970er Jahren noch darauf

3 Zum Problem siehe etwa: Kohli (1988).

verzichtet hatte. Das Bedürfnis für einen solchen Notenabschnitt war vorhanden. Trotzdem verwarf das Direktorium die Idee, da die Emission eines solchen Notenabschnitts nicht im Sinne des Kampfs gegen die Geldwäscherei war.⁴

In den 1980er Jahren zog der Bund den Ersatz der Zehnernote durch eine gleichwertige Münze in Erwägung. Da die Lebensdauer bei Noten kürzer als bei Münzen ist, hätte ein solcher Ersatz Kostenvorteile gebracht. Es ist jedoch einfacher, Banknoten vor Fälschung zu schützen als Münzen. Der relativ hohe Nennwert eines Zehnfrankenstücks wäre für Fälscher sehr attraktiv gewesen. Als eine Umfrage bei den interessierten Kreisen negativ ausfiel, gab das Eidgenössische Finanzdepartement (EFD) das Projekt 1991 auf.⁵

Nachdem 1983 im Tessin 10 000 falsche Fünffrankenstücke mit vertiefter Randschrift entdeckt worden waren, dachte man zunächst daran, den «Fünf-*liber*» ganz aus dem Verkehr zu ziehen oder durch eine Banknote zu ersetzen. Die erste Lösung hätte die Nachfrage nach Zehnernoten massiv erhöht, die andere zwei Jahre Arbeit erfordert und wegen der Kurzlebigkeit einer solchen Note hohe Herstellungskosten verursacht. Das EFD ging einen dritten Weg: 1994 führte es wieder ein Fünffrankenstück mit erhöhter, die Fälschung erschwerender Randschrift ein. Eine solche Münze hatte bereits bis 1984 zirkuliert. Die Einführung des «Fünf*libers*» mit vertiefter Randschrift war 1985 erfolgt, um die Prägekosten zu senken und die Automatengängigkeit der Münze zu erhöhen.⁶

5.1.4 Organisation des Bargeldverkehrs

Um das Bargeld den Bedürfnissen der Wirtschaft entsprechend bereitzustellen, bedarf es einer geeigneten Logistik. Die Nationalbank unterhält daher ein Netz von Kassenstellen (zwei Sitze sowie eine Zweigniederlassung) sowie von Agenturen und Korrespondenten, die vorwiegend von Kantonal- und Regionalbanken betrieben werden.

Die Bargeldnachfrage weist regionale Unterschiede auf. Das Bargeld wird häufig in den städtischen Ballungsräumen abgehoben und überdurchschnittlich oft in den Rand- und Tourismusregionen ausgegeben, so dass sich dort regelmässig Überschüsse bilden. Daher spielt die geographische Verteilung bei der Organisation der Bargeldversorgung durch die SNB eine sehr wichtige Rolle. Um die Bargeldversorgung im ganzen Land sicherzustellen und

4 SNB, Protokoll des Direktoriums (2003), 13. Februar, Nr. 84.

5 SNB, Protokoll des Direktoriums (1991), 2. Mai, Nr. 158

6 SNB, Ausserkurssetzung von Umlaufmünzen (2003).

Tabelle 5.1

Seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs in Umlauf gesetzte Banknotenserien

Fünfte Serie

Abschnitt	Vorderseite	Rückseite	Erstausgabe	Rückruf
1000	Frauenkopf	Totentanz	14.06.1957	01.05.1980
500	Frauenkopf	Jungbrunnen	14.06.1957	01.05.1980
100	Knabenhkopf	St. Martin	14.06.1957	01.05.1980
50	Mädchenkopf	Apfelernte	14.06.1957	01.05.1980
20	General Dufour	Silberdistel	29.03.1956	01.05.1980
10	Gottfried Keller	Nelkenwurz	01.10.1956	01.05.1980

Sechste Serie

Abschnitt	Vorderseite	Rückseite	Erstausgabe	Rückruf
1000	Auguste Forel	Drei Ameisen und Vertikalschnitt durch einen Ameisenhaufen	04.04.1978	01.05.2000
500	Albrecht von Haller	Muskelfigur und Purpur-Orchis	04.04.1977	01.05.2000
100	Francesco Borromini	Kirche San Ivo mit Grundplan	04.10.1976	01.05.2000
50	Konrad Gessner	Uhu, Primel und Sterne	04.10.1978	01.05.2000
20	Horace-Bénédict de Saussure	Gebirgslandschaft und Ammonshorn	04.04.1979	01.05.2000
10	Leonhard Euler	Wasserturbine und Sonnensystem	05.11.1979	01.05.2000

Achte Serie

Abschnitt	Vorderseite	Rückseite	Erstausgabe	Rückruf
1000	Jacob Burckhardt	Die Antike	01.04.1998	.
200	Charles Ferdinand Ramuz	Bergwelt und See	01.10.1997	.
100	Alberto Giacometti	«Lotar II» und «Homme qui marche I»	01.10.1998	.
50	Sophie Taeuber-Arp	«Relief rectangulaire» und «Tête Dada»	03.10.1995	.
20	Arthur Honegger	Lokomotive «Pacific 231»	01.10.1996	.
10	Le Corbusier	Justizpalast Chandigarh und Modulor	08.04.1997	.

Ausnahmesituationen bewältigen zu können, verfügt die Nationalbank an strategischen Standorten über entsprechende Depots. Ihre Kassenstellen verarbeiten Banknoten nicht nur, um alle Regionen mit Bargeld zu versorgen, sondern auch, um Banknoten ungenügender Qualität auszuscheiden und mit gebührender Sicherheit zu vernichten. Diese Tätigkeit hängt im Wesentlichen vom Rhythmus ab, in dem das Bargeld zur Nationalbank zurückfliesst, und dieser weist ein saisonales Muster auf. Die Zahl der zirkulierenden Banknoten liegt im Durchschnitt etwas über 270 Millionen Stück; jedes Jahr setzt die Nationalbank über 100 Millionen neue Noten in Umlauf. Daraus ergibt sich eine mittlere Lebensdauer der Banknoten von drei Jahren. Die Menge der neu in Umlauf gebrachten Noten entspricht im Grossen und Ganzen den gebrauchten Noten, welche die SNB zur Vernichtung aus dem Verkehr zieht. Dabei bemüht sie sich aus Kostengründen, nur so viele Noten zu vernichten wie absolut notwendig. Sie setzt mithin auch gut erhaltene gebrauchte Banknoten wieder in Umlauf. Indem die Zentralbank auf diese Weise die Qualität der Noten überwacht, erschwert sie die Inverkehrsetzung gefälschter Noten.

Die Nationalbank hat bei der Bargeldversorgung nie versucht, die leistungsfähigen Systeme von Post und Banken zu verdrängen. Beide verfügen über ein engmaschiges Netz von Kassenstellen und sorgen – gewissermassen als Detaillisten – für die Feinverteilung des Bargelds. Die Nationalbank beschränkt sich hier auf eine Grossistenfunktion.

Grundsätzlich bedienen die Kassenstellen der SNB jeweils nur eine einzige Niederlassung pro Bankinstitut. Diese ist dann für die Weiterverteilung des Bargelds innerhalb des Stellennetzes der betreffenden Bank zuständig. Die Agenturen der SNB arbeiten im Wesentlichen für die Kantonal- oder Regionalbank, die sie betreibt. Die Korrespondenten der Nationalbank, die lediglich an Orten domiziliert sind, wo die SNB nicht selbst vertreten ist, regeln den lokalen Bargeldverkehr zwischen Banken und Post. Sie nehmen Bargeldüberschüsse entgegen und ersetzen die Abflüsse. Dies ist notwendig, weil der Post von den Banken – wegen der Zahlungsgewohnheiten der schweizerischen Bevölkerung – in der Regel mehr Bargeld zufließt als zu diesen abfließt. Mit diesem Ausgleich tragen die Korrespondenten zur Reduktion der Bargeldtransporte zwischen den Randregionen und den Zentren bei. Die Bedeutung dieser Funktion hat allerdings wegen der steigenden Ansprüche an die Sicherheit im Laufe der Jahre spürbar abgenommen.

In den 1990er Jahren legte die Nationalbank Regeln fest, um eine unbeabsichtigte Verdrängung der Bargeldverarbeiter zu verhindern. So hat sie etwa bestimmt, dass Bargeldlieferungen infolge regionaler Überschüsse oder

Bedarfe durch die zuständige Bank oder die Post zu konsolidieren sind. Auch erlaubt sie ihren Partnern im Bargeldgeschäft nicht, innerhalb eines Tages die gleichen Notenabschnitte zu beziehen, wie sie einliefern bzw. umgekehrt. Nur beschädigte Noten sind von dieser Regel ausgenommen. So ist der direkte Zugang zu den Bargelddienstleistungen der SNB mit Kosten für die Übernahme gewisser Arbeitsschritte verbunden.

Bis in die 1980er Jahre hatten die Geschäftsbanken das Bargeld ihrer Kunden kostenlos verarbeitet. Nach der Aufhebung der Kartellabsprachen zu Beginn der 1990er Jahre verstärkte sich jedoch der Wettbewerb, und neue Geschäftsmodelle setzten sich durch, gemäss welchen einzelne Bankgeschäfte als Profit Center organisiert wurden. In der Folge führten die Banken Gebühren für die Bargeldverarbeitung ein. Dadurch erhöhte sich der Margendruck, unter dem die Grossverteiler schon zuvor gelitten hatten. Ihnen bot sich folgende Alternative: die Verarbeitung des Bargelds im eigenen Hause – was vor allem für kleinere Unternehmen mit hohen Kosten und somit einem Rückgang der Rentabilität verbunden gewesen wäre – oder der Beizug eines spezialisierten Dienstleisters. Indem sich die Grossverteiler für die Auslagerung an Anbieter entschieden, welche die Leistung zu günstigeren Bedingungen anboten als die Banken, schufen sie am Markt eine regelrechte Nachfrage. Diese Dienstleister, die ursprünglich im Bargeldtransport tätig gewesen waren, entwickelten sich nunmehr zu eigentlichen Bargeldspezialisten. 1988 bot ein führender Transportanbieter den Grossverteilern zum ersten Mal eine Globallösung an, die auch die Bargeldverarbeitung umfasste. Die Zusammenarbeit brachte den Detaillisten-Ketten eine professionelle, sichere und zeitsparende Lösung. In der Folge offerierten Bargeldverarbeiter ihre Dienste auch den Banken, um Skaleneffekte zu realisieren.

1997 wurde die Fraumünsterpost in Zürich Opfer eines bewaffneten Raubüberfalls von bis zu diesem Zeitpunkt unbekannter Dimension: Die Beute belief sich auf 53 Mio. Franken. Das Ereignis leitete im Bargeldverkehr eine Wende ein. Bis zu diesem Überfall hatte die Post das an ihren Schaltern einbezahlte Bargeld selbst verarbeitet. Dessen Höhe erreichte etwa zwei Drittel der an die Nationalbank insgesamt zurückfliessenden Barmittel. Nach dem Überfall beschloss die Post jedoch, Verarbeitung und Transport von Bargeld nicht mehr selbst vorzunehmen, sondern an spezialisierte Unternehmen auszulagern. Diese konnten dank Ausweitung des Kundenstamms (Grossverteiler, Banken, Post) ihre Produktivität erhöhen. Die Nationalbank und ihre Korrespondenten verzeichneten einen deutlichen Volumenrückgang.

Um ihre Dienstleistungen zu möglichst günstigen Konditionen anbieten zu können, konzentrierten die Bargeldverarbeiter ihr Angebot gegen Ende der

1990er Jahre auf die Regionen mit dem grössten Bargeldbedarf. Ihre Analyse hatte ergeben, dass sie grosse Bargeldbeträge, aber kleine Volumina verarbeiteten. Zudem erwiesen sich die hohen Anforderungen an die Sicherheit für die Vielzahl ihrer Stützpunkte als sehr kostspielig. Die Nationalbank, die inzwischen über 95% ihres Bargeldverkehrs mit diesen Spezialisten tätigte, spürte die Auswirkungen der Konzentration: In der Nähe der neuen Verarbeitungszentren stiegen die Bargeldein- und -auslieferungen ihrer Kassenstellen, während sie anderswo einen deutlichen Rückgang verzeichneten. Die sich daraus ergebenden Auslastungsprobleme zwangen die Notenbank zu einer tief greifenden Restrukturierung. Als Übergangsmassnahme verpflichtete sie 1998 in einer Vereinbarung alle Beteiligten, während einer Frist von drei Jahren die bestehende geographische Verteilung der Bargeld-Verarbeitungskapazitäten der SNB zu berücksichtigen.⁷ Jeder SNB-Zweigstelle wurde eine Quote für die Bargeldbewegungen zugeteilt. Die Nationalbank nutzte diese Übergangsfrist, um ihre Bargeldverarbeitung neu zu organisieren. Allerdings waren die Kasenumsätze ihrer Agenturen, deren Anteil 1981 noch bei 20% gelegen hatte, innert rund 20 Jahren um die Hälfte geschrumpft. Die höhere Sicherheit, welche die Bargeldverarbeiter boten, hatte bewirkt, dass auch die Ausgleichsfunktion der Korrespondenten an Bedeutung verlor und deren Anzahl zurückging.

1998 schloss die Nationalbank ihre Zweigniederlassungen in Aarau und Neuenburg. Ein Jahr später hob sie ihre Kassenstellen in Basel, Lausanne, Luzern und St. Gallen auf, und Ende 2006 schliesslich folgte diejenige der Zweigniederlassung Lugano. Seither müssen die Bargeldverarbeiter ihre Transaktionen mit einer der drei verbleibenden Kassenstellen der Nationalbank – d. h. bei den Sitzen Bern oder Zürich oder bei der Zweigstelle Genf – abwickeln (siehe 10.3). Dank dieser Reorganisation erzielte die SNB Kosteneinsparungen.

Als weitere Optimierungsmöglichkeiten erwies sich die Auslagerung von Bargeldbeständen in die Depots von Partnern der Nationalbank. Die Funktionsweise solcher Depots ist ähnlich wie bei den SNB-Agenturen. Die Bargeldverarbeiter verwalten das Depot in ihren eigenen Räumen, was ihnen Sicherheit und praktische Vorteile bietet. Auch die Nationalbank profitiert von dieser Arbeitsteilung, indem ihr Arbeitsvolumen und ihre Kosten sinken. So entsprach sie 2003 dem Antrag eines Marktteilnehmers und liess diesen das erste solche Bargelddepot in Betrieb nehmen.

Auf diese Weise erfuhr die Organisation der Bargeldverarbeitung Veränderungen, die in der Geschichte der Nationalbank ohne Beispiel sind: Noch

7 SNB, Protokoll des Direktoriums (1998), 3. Dezember, Nr. 528.

1982 hatte die Notenbank das Land über zwei Sitze, acht Zweigniederlassungen und siebzehn Agenturen mit Bargeld versorgt und sich dabei auf ein Netz von 581 Korrespondenten abgestützt.⁸ Anfang 2007 standen für diese Aufgabe nur noch die beiden Sitze, eine Zweigniederlassung, sechzehn Agenturen und 195 Korrespondenten zur Verfügung.

5.1.5 Die Sicherheit der Banknoten

Gemäss Artikel 7 WZG gibt die Nationalbank die Banknoten nach Massgabe der Bedürfnisse des Zahlungsverkehrs aus. Sie legt deren Nennwert und Aussehen fest, wobei der Sicherheit besondere Bedeutung zukommt. Der rasante Fortschritt der Reproduktionstechnologie erzwingt eine laufende Überprüfung und – gegebenenfalls – Anpassung der Sicherheitsmerkmale der Banknoten. Die Ikonographie jedoch, welche den Banknoten ihr spezielles Gepräge verleiht – ihre kulturelle Aussage also – dient in erster Linie als Kommunikationsmittel.

Die Geschichte der fünften Banknotenserie mit ihren allegorischen Darstellungen ging für die Nationalbank am 30. April 2000 zu Ende. Gemäss Gesetz hat das Noteninstitut den Gegenwert der zurückgerufenen, aber während einer zwanzigjährigen Frist nicht zum Umtausch eingereichten Banknoten an den Schweizerischen Fonds für Hilfe bei nicht versicherbaren Elementarschäden zu überweisen. Aus den 1980 zurückgerufenen Banknoten (einschliesslich der Fünfernote der zweiten Serie) flossen dem Fonds 244 Mio. Franken zu.

Die von Ernst und Ursula Hiestand entworfene sechste Serie – bekannt vor allem durch die Borromini gewidmete Hunderternote – wurde von 1976 bis 1979 schrittweise in Umlauf gebracht. Ihr Rückruf erfolgte am 1. Mai 2000, nachdem sie 24 Jahre Dienst geleistet hatte. Die Noten dieser Serie waren von der Kinematographie inspiriert und hatten vor allem in Bezug auf Konzept und Graviertechnik Pioniercharakter.⁹ Die Serie war aber unter Zeitdruck entstanden, nachdem von den Noten der fünften Serie gefährliche Fälschungen aufgetaucht waren. Bis in die frühen 1980er Jahre war die Notenfälschung ausschliesslich eine Sache von Fachleuten, welche die Technik des Offsetdrucks bis ins Detail beherrschen mussten. Ihr Zeitaufwand war beträchtlich. Die sechste Serie schränkte das Fälschungsrisiko nur vorübergehend ein, weil lediglich die Graviertechnik, nicht aber die übrigen wichtigen Sicherheitsmerkmale – Papier, Wasserzeichen, Sicher-

⁸ SNB, 75. Geschäftsbericht 1982, S. 48

⁹ Rivaz (1997), S. 252.

heitsfaden und Druck – bedeutende Innovationen brachten, so dass die Hunderternote bereits 1984 – acht Jahre nach ihrer Ausgabe – erstmals gefälscht wurde.

Die eigentliche Gefahr kam allerdings von der unvorhersehbaren Entwicklung der Reproduktionstechnologie, welche die zur Herstellung einer Fälschung notwendige Zeit beträchtlich verkürzt hat. 1987 wurde eine neue Generation von Laser-Fotokopierern am Markt eingeführt. Das Direktorium liess Kopiertests mit den Noten durchführen und gelangte aufgrund der Ergebnisse zum Schluss, dass – abgesehen von den Sicherheitsmerkmalen – die Druckqualität aussergewöhnlich hoch war. Es musste zur Kenntnis nehmen, dass das Fälschungsrisiko sehr rasch steigen konnte, sobald solche Kopierer zu erschwinglichen Preisen auf den Markt kommen würden.¹⁰ Die Befürchtung erwies sich als begründet; immer mehr gefälschte Banknoten – guter wie schlechter Qualität – wurden beschlagnahmt: Die Kleinkriminalität hatte dank den neuen Technologien innerhalb von rund zehn Jahren die Oberhand über die professionellen Fälscher gewonnen.

Parallel zur umlaufenden Banknotenserie hatte die SNB seinerzeit von den Grafikern Roger und Elisabeth Pfund im Geheimen eine siebte Serie, die so genannte Reserveserie, entwickeln lassen. Dahinter stand die Überlegung, bei gefährlichen Fälschungen der sechsten Serie unverzüglich den gesamten Notenumlauf durch eine neue Serie ersetzen zu können. Auf diese Weise sollte das Vertrauen der Bevölkerung in die Zahlungsmittel aufrecht erhalten und jeder Versuch, die Wirtschaft zu destabilisieren, vereitelt werden. Man glaubte, die Kombination von grafischer Neugestaltung und einem neuen Sicherheitsmerkmal (metallische Tinte) würde die Sicherheit der Reserveserie auf zehn bis fünfzehn Jahre hinaus gewährleisten. Angesichts der raschen Verbreitung der neuen Reproduktionstechnologien wurde diese jedoch nie in Umlauf gesetzt.

Mit dem Druck der sechsten und siebten Notenserie beauftragte die SNB das Unternehmen Orell Füssli (OF) in Zürich. Es waren die ersten Serien, die vollständig in der Schweiz gedruckt wurden. Die Nationalbank und OF hatten 1973 einen Rahmenvertrag über die Herstellung und Lieferung von Schweizer Banknoten abgeschlossen. Ausserdem erwarb die Nationalbank 1981 vom damaligen Mehrheitsaktionär ein grosses Paket OF-Aktien. 1991 stockte sie es auf, um den Fortbestand des Unternehmens zu sichern. Ihre Einsitznahme in den Verwaltungsrat der Firma ermöglichte eine Restrukturierung des Unternehmens, die Anfang der 1990er Jahre notwendig geworden

¹⁰ SNB, Protokoll des Direktoriums (1987), 16. Juli, Nr. 330.

war. Seit 1995 hält die Nationalbank am (stimmberechtigten) Aktienkapital von OF einen Anteil von 33,34%.

Der Rahmenvertrag, der 1988 und 2002 an das veränderte Umfeld angepasst wurde, hat die Voraussetzungen dafür geschaffen, dass sich die Nationalbank an der Entwicklung neuer Sicherheitsmerkmale durch OF und deren Zulieferer aktiv beteiligen kann. Angesichts der komplexen Sicherheitsprobleme bei Banknoten lancierte die Notenbank Forschungsprojekte zur Entwicklung neuer Sicherheitsmerkmale und machte sich dabei den hohen technologischen Stand sowie die internationale Reputation ihrer schweizerischen Partner zunutze. Die finanzielle Unterstützung und die technische Zusammenarbeit im Rahmen des Projekts Kinegram® sind ein konkretes Beispiel dieses Willens zur Innovation. Das daraus entstehende Sicherheitsmerkmal – eine besonders leistungsfähige Weiterentwicklung des Hologramms – dient der Verhinderung hochwertiger Fälschungen und ist auch von zahlreichen anderen Zentralbanken eingesetzt worden. Um die Fälschungsrisiken in einem grösseren Verbund anzugehen, gründete die SNB zusammen mit wichtigen europäischen Zentralbanken internationale Arbeitsgruppen zum Thema Banknotendruck, wozu auch das 1989 konstituierte *Reproduction and Research Center* zählt. Dank dieser aktiven Rolle in der Forschung über innovative Sicherheitsmerkmale verschaffte sich die Nationalbank gegenüber den neuen Reproduktionstechnologien einen ausreichenden Vorsprung.

1989 lud die SNB verschiedene Spezialisten zu einem Ideenwettbewerb für die achte Banknotenserie ein. Den Auftrag zu deren Gestaltung erhielt der Grafiker Jörg Zintzmeyer. Diese Serie brachte verschiedene Neuerungen: Sie wurde vollumfänglich mit Informatikmitteln entworfen, Vorder- und Rückseite waren vertikal ausgelegt, und sie enthielt mehrere vom Publikum leicht zu identifizierende Sicherheitsmerkmale. Die Serie wurde von 1995 bis 1998 schrittweise in Umlauf gebracht. Zum ersten Mal trug eine schweizerische Banknote, nämlich die Fünfigernote, auch das Porträt einer berühmten Schweizerin – und stellte nicht bloss eine symbolische Frauengestalt dar.

Angesichts der Gefahren, die mit der technologischen Entwicklung und mit den immer mehr zum Alltagsgegenstand werdenden Reproduktionsmitteln verbunden sind, hat die Nationalbank auf die Herstellung einer neuen Reserveserie verzichtet. Denn eine solche Serie hat Sinn und Zweck verloren, wenn sie bei Inverkehrsetzung nicht mit neuen Sicherheitsmerkmalen zum Schutz vor Fälschungen überraschen kann. Der technische Fortschritt würde den Sicherheitsstandard einer Reserveserie indes rasch überholen, so dass sie nicht sehr lange überleben könnte. Aber auch die Lebensdauer einer umlau-

fenden Serie ist durch die neuen Technologien verkürzt worden. Um diesen Risiken besser gewachsen zu sein, änderte die Nationalbank ihre Strategie: Statt für eine neue Reserveserie entschied sie sich für die Entwicklung von Sicherheitsmerkmalen, die in eine laufende Serie eingebaut werden können. Ein solches Merkmal ist etwa die Mikroperforation, die zunächst nur in die hohen Banknotenabschnitte und ab 2000 nachträglich auch in die kleineren integriert wurde. Eine solche Strategie hat aber nicht nur Vorteile. Eine Notenserie mit unterschiedlichen Sicherheitsmerkmalen kann beim Publikum Verwirrung stiften und zu einem Vertrauensverlust führen. Das ist der Grund, warum sich die Ausgabe einer neuen Serie aufdrängen kann.

Aufgrund der Erfahrungen mit der achten Serie beschloss die Nationalbank im Jahre 2001, die Vorarbeiten für eine neunte Serie aufzunehmen. Sie tat dies mit dem Ziel, Neuerungen ohne Zeitdruck einführen zu können und sah darin anfangs eine präventive Massnahme. Im Frühjahr 2005 schrieb sie einen Ideenwettbewerb aus. Nach den Serien mit den Themen Nationalhelden, Landschaften, Trachten (zweite bis vierte Serie), Allegorien (fünfte Serie), Wissenschaft (sechste Serie) und Kultur (achte Serie) widmet sich die neue Serie der Thematik «Weltoffene Schweiz». Sie sieht folgende Darstellungen vor: auf der Tausendernote die Schweiz als Plattform für den wirtschaftlichen Dialog; auf der Zweihunderternote die Schweiz als Plattform für den Fortschritt im Bereich von Bildung, Forschung und Entwicklung; auf der Hunderternote die Schweiz als Plattform für die Menschlichkeit im Rahmen der Menschenrechte; auf der Fünzigernote die Schweiz als Plattform für Erlebnisse im Tourismus und bei der Erholung; auf der Zwanzigernote die Schweiz als Plattform für Kreativität im Bereich der Kultur und auf der Zehnernote die Schweiz als Plattform für Organisation im Sportsektor.

5.2 Der bargeldlose Zahlungsverkehr

ROBERT FLURI

5.2.1 Ausgangslage – das beleggebundene Bankenclearing

Seit ihrer Gründung betreibt die Nationalbank ein eigenes Girossystem. Sie leistet damit einen wichtigen Beitrag zur Erfüllung ihres gesetzlichen Auftrages, den bargeldlosen Zahlungsverkehr zu erleichtern und zu sichern.¹¹

¹¹ Art. 2 Abs. 1 des Nationalbankgesetzes von 1953 (aNBG) und Art. 5 Abs. 2 Bst. c des seit 2004 geltenden neuen Nationalbankgesetzes (NBG).

Während Jahrzehnten diente das Girossystem der SNB vor allem der Abwicklung von betragsmässig grösseren Zahlungen zwischen Banken, öffentlichen Körperschaften, Firmen und Privatpersonen. Die kleineren Zahlungen privater Kontoinhaber und ein Teil des Geschäftsverkehrs liefen dagegen über das Postchecksystem, das kurz vor Gründung der Nationalbank seinen Betrieb aufgenommen hatte. Das Girossystem der SNB und das Postchecksystem waren in der ersten Hälfte des letzten Jahrhunderts die Hauptpfeiler des bargeldlosen Zahlungsverkehrs in der Schweiz, da die Banken über kein effizientes Überweisungssystem verfügten, über das Zahlungen zwischen Kunden mit Konten bei verschiedenen Banken direkt hätten abgewickelt werden können (Interbankzahlungen). Als das Publikum für seine Zahlungen vermehrt das Bankensystem beanspruchte, reagierten die Banken jedoch und realisierten zwischen 1949 und 1954 auf Initiative der Grossbanken ein Bankenclearing. Es ermöglichte die buchmässige Verrechnung der Zahlungsein- und -ausgänge der dem Clearing angeschlossenen Banken.¹² Als wesentliche Neuerung brachte das neue Zahlungssystem Clearingzentralen, über welche die angeschlossenen Banken ihre Zahlungen zur Verrechnung leiteten. Die Schweizerische Bankgesellschaft, der Schweizerische Bankverein, die Schweizerische Kreditanstalt, die Schweizerische Volksbank, die Kantonalbank von Bern und die Zürcher Kantonalbank (für die übrigen Kantonalbanken) hatten die Funktion von Clearingzentralen. Dazu kamen 1981 die Regionalbanken mit einer eigenen solchen Zentrale. Die SNB übte die Clearingfunktion für diejenigen Banken aus, die nicht dem Kreise der Gross-, Kantonal- oder Regionalbanken angehörten. Die Clearingzentralen glichen die Zahlungssalden über das Girossystem der Nationalbank aus, die damit – als dritte Stufe des Systems – die Funktion einer Zentrale der Clearingzentralen hatte. Auch der Zahlungsausgleich zwischen den Banken und dem Postchecksystem lief über die SNB.

Die Zahlungsmeldungen der Banken erfolgten schriftlich oder unter Verwendung von Magnetbändern. Das von der Telekurs AG betriebene Rechenzentrum der Banken ordnete die Meldungen den Empfängerbanken zu, verdichtete die Einzelaufträge zu Gutschrifts- und Belastungstotalen, welche die SNB anschliessend auf den Girokonten der Clearingzentralen verrechnete.¹³

12 SNB (1957), S. 264 ff.

13 Vital (1988), S. 9 ff.

5.2.2 Grenzen des Bankenclearings – Ziele für ein neues System

Das beleggebundene Bankenclearing stiess mit dem steigenden Volumen an Grenzen. Der Anteil manueller Arbeit war gross. Das System war deshalb schwerfällig und wenig transparent.¹⁴ Die Banken waren nur unzureichend über ihre zu einem bestimmten Zeitpunkt verfügbaren liquiden Mittel informiert, und die Transferzeit einer Zahlung konnte bis zu vier Tage beanspruchen. Ein effizientes Cash-Management war unter diesen Bedingungen nicht möglich; das System erforderte deshalb auch vergleichsweise hohe Liquiditätsreserven.

Die Nationalbank erleichterte den Banken das Cash-Management, indem sie zuließ, dass diese ihre Girokonten während des Tages nahezu unbeschränkt und kostenlos überziehen konnten. Sie übernahm damit faktisch eine Verrechnungsgarantie und eliminierte das Systemrisiko (siehe 7.5.2). Dafür trug sie erhebliche Kreditrisiken. Als Absicherung dienten ihr zwar Garantiedepots, welche die Bankenclearing-Teilnehmer bei ihr hinterlegen mussten. Im Vergleich zu den täglichen Kontoüberziehungen in der Grössenordnung von 20 bis 30 Mrd. Franken waren diese Garantien aber vernachlässigbar klein.¹⁵ Auch den Banken entstanden durch die asynchrone Abwicklung der Zahlungen und Informationen Kreditrisiken.

Diese Risiken, aber auch die inzwischen vorhandenen technischen Möglichkeiten der elektronischen Online-Verarbeitung, veranlassten die Banken, das veraltete System zu überdenken und nach einer neuen Lösung zu suchen. Sie sollte den Zahlungsverkehr beschleunigen, seine Sicherheit erhöhen sowie optimale Rahmenbedingungen für die Liquiditätsplanung und -überwachung schaffen. Dies erforderte eine verzögerungsfreie Übermittlung der Informationen an die Banken, was aber nur über eine automatisierte Abwicklung möglich war. Die Zahlungen sollten zudem über die Girokonten der Teilnehmer bei der SNB laufen; erst damit wurden sie endgültig und unwiderruflich. Diese Anforderung diente der Vermeidung von System- und Kreditrisiken, welche Clearing- und Verrechnungssystemen eigen sind, die provisorische Zahlungen bzw. Kontoüberziehungen zulassen. Auch waren die Teilnehmer von der Aufgabe zu entlasten, die Zahlungsein- und Zahlungsausgänge aufeinander abstimmen zu müssen. Die Initianten erwarteten, die Überziehungen der Girokonten dadurch mit vertretbaren Kosten eliminieren zu können. Das System musste schliesslich sowohl Grossbetragszahlungen als auch Massenzahlungen verarbeiten können.

¹⁴ Fischer und Hurni (1988), S. 52 ff.

¹⁵ Vital (1988), S. 13 f.

5.2.3 *Das Swiss Interbank Clearing (SIC) – Hauptmerkmale*

Am 10. Juni 1987 nahm das Rechenzentrum der Telekurs AG das neue Interbank-Zahlungsverkehrssystem unter der Bezeichnung Swiss Interbank Clearing (SIC) in Betrieb. Inzwischen betreibt eine eigens dafür geschaffene Tochtergesellschaft der Telekurs-Gruppe, die Swiss Interbank Clearing AG, das SIC-System im Auftrag der SNB.

Das SIC ist gemäss geltender Terminologie ein Echtzeit-Brutto-System. Diese Kategorie von Zahlungsverkehrssystemen wird auch als RTGS-System¹⁶ (Real-Time-Gross-Settlement-System) bezeichnet. Solche Systeme wickeln jede Zahlung einzeln auf dem Konto der Zentralbank ab, sofern genügend Deckung vorhanden ist. Die Zahlung ist unwiderruflich und endgültig. Im SIC dienen die Sichteinlagen bei der SNB als Zahlungsmittel.¹⁷ Seit Inkrafttreten des neuen Währungs- und Zahlungsmittelgesetzes unterliegen auf Franken lautende Sichtguthaben bei der SNB – wie deren Banknoten – einem unbeschränkten Annahmezwang. Damit können Geldschulden mit befreiender Wirkung erfüllt werden. Bereits vor der Revision des Währungs- und Zahlungsmittelgesetzes hatten aber Überweisungen im SIC die Qualität einer Bargeldzahlung¹⁸, weil die Sichtguthaben jederzeit in Banknoten umgewandelt werden konnten.

Das Girokonto eines SIC-Teilnehmers bei der Nationalbank besteht aus zwei Teilkonten, nämlich dem Giro-Stammkonto und dem SIC-Verrechnungskonto. Diese Aufspaltung ist technisch bedingt. Rechtlich bilden die Subkonten eine Einheit. Das Stammkonto dient der Abwicklung von Bargeldbezügen und Transaktionen im direkten Verkehr mit der Nationalbank und wird deshalb auf dem Buchungssystem der SNB geführt. Die Transaktionen im Rahmen des Interbankclearing laufen hingegen über die SIC-Verrechnungskonten auf dem Abwicklungssystem der SIC AG. Die SNB verschiebt die für den Betrieb des SIC notwendige Liquidität jeweils zu Beginn eines Clearingtags vom Stammkonto auf das SIC-Verrechnungskonto. Der Clearingtag beginnt um 17 Uhr und dauert bis um 16.15 Uhr des folgenden Werktags. Am Ende des Clearingtags transferiert die SNB die verbleibende Liquidität vom SIC-Verrechnungskonto vorübergehend auf das Stammkonto zurück.

Das SIC-System verarbeitet eine Zahlungsanweisung ausschliesslich unter der Bedingung, dass deren Ausführung auf dem Konto keinen Minus-Saldo

¹⁶ Lühlig und Spremann (1998), S. 121 ff.

¹⁷ SNB, Vertrag (2005), Art. 2 Abs. 2.

¹⁸ Art. 3 Abs. 2 und 3 WZG und die dazu gehörige Botschaft (1999).

verursacht. Ist die Bedingung nicht erfüllt, stellt das System die Zahlung in eine Wartedatei. Es arbeitet die Zahlungsanweisungen automatisch ab, sobald eingehende Zahlungen oder ein Transfer vom Stammkonto wieder für ausreichende Liquidität auf dem SIC-Verrechnungskonto sorgen. Dabei erfolgt die Verarbeitung der Zahlungen in der Wartedatei gemäss dem Prinzip «First in, first out» (Fifo-Prinzip). Die Absenderbank kann die Reihenfolge der Verrechnung allerdings beeinflussen, indem sie einem Zahlungsauftrag eine Prioritätsklasse zuordnet. Innerhalb einer Prioritätsklasse steuert dann wiederum das Fifo-Prinzip den Verarbeitungsprozess.

Nebst den Brutto-Systemen gibt es Netto-Systeme, wie etwa das frühere Bankenclearing. Ihr Wesensmerkmal ist die vorgängige Verrechnung der Zahlungseingänge mit den Zahlungsausgängen. Die Notenbank verbucht die Nettoposition erst am Ende der Verrechnungsperiode definitiv auf den Girokonten (Settlement). Das Settlement findet entweder zu vorbestimmten Zeiten statt oder wenn ein bestimmter Betrag oder eine bestimmte Anzahl von Zahlungsaufträgen erreicht ist. Erst nach der Verbuchung auf den Konten bei der Zentralbank ist die Gesamtheit der vorgängig verrechneten Zahlungen unwiderruflich und endgültig geleistet.

Die Opportunitätskosten in Form entgangener Zinserträge sind in einem Netto-System geringer als in einem Brutto-System, da für das Settlement weniger unverzinsliches Notenbankgeld notwendig ist. Deshalb scheinen Netto-Systeme auf den ersten Blick sehr attraktiv und effizient zu sein. Aber auch ihre Anhänger räumen ein, dass sie weniger sicher sind als Brutto-Systeme. Ein RTGS-System bietet im Gegensatz zu einem Netto-System keine Möglichkeit, über Zahlungseingänge zu disponieren, die noch gar nicht definitiv abgerechnet sind. Es eliminiert damit das Systemrisiko und verunmöglicht, dass das Zahlungssystem als Ganzes ins Wanken gerät, falls wichtige Teilnehmer ausfallen und als Folge davon andere Teilnehmer ebenfalls zahlungsunfähig werden (Dominoeffekt).¹⁹

Die Erfahrungen mit dem SIC-System zeigen, dass der Liquiditätsbedarf und die Gefahr von Verrechnungsblockaden (so genannte Gridlocks) mit einer Reihe technisch-organisatorischer Vorkehrungen minimiert werden können. Bei SIC sind es die Folgenden:

- Die Banken können die Wartedatei aktiv bewirtschaften, indem sie – wie erwähnt – den Zahlungsaufträgen Prioritätsklassen zuordnen.
- Der Zahlungsempfänger kann die hängigen Zahlungseingänge abfragen, wobei allerdings die Absenderbank Aufträge jederzeit annullieren darf.

¹⁹ Lührig und Spremann (1998), S. 121 f.

Sie gelten damit als noch nicht geleistet, und der Zahlungsempfänger gerät nicht in Versuchung, darüber zu disponieren.

- Das System speichert Zahlungsaufträge in der Wartedatei rund um die Uhr und bis zu fünf Tage im Voraus.
- Die Gebührenstruktur motiviert die Systembenutzer, Zahlungen möglichst frühzeitig (Nachtverarbeitung) einzugeben.
- Die Banken müssen Beträge ab 100 Mio. Franken obligatorisch in mehrere Transaktionen aufteilen (Splitting).
- Wenn bei allen Systemteilnehmern die als nächste auszuführende Zahlung den Kontobestand übersteigt, geht das System dazu über, Zahlungen auf bilateraler Basis simultan zu verrechnen (Circles Processing). Das System sucht dann in der Wartedatei automatisch nach Bankpaaren, die zulassen, dass es jeweils die nächsten Zahlungen gegenseitig verrechnen kann.
- Die SNB stellt den Geschäftspartnern während des Tages zinslos Inner-tagsliquidität über Repogeschäfte zur Verfügung.²⁰

Der Teilnehmerkreis des SIC umfasst primär Banken und Effekthändler, die in der Schweiz und im Fürstentum Liechtenstein ansässig sind. Finanzinstitute aus dem Ausland, so genannte Remote-Teilnehmer, können sich beteiligen, wenn sie eine Reihe von Auflagen erfüllen. Insbesondere muss die Qualität der Bankenaufsicht im betreffenden Land dem Schweizer Standard entsprechen. Seit November 2001 ist auch die PostFinance am System angeschlossen.

5.2.4 Das Projekt SIC – Zusammenwirken von Banken und Nationalbank

Projektierung und Realisierung von SIC waren das Ergebnis eines intensiven und langwierigen Suchprozesses. Letztlich ging es darum, eine Lösung zu finden, die sowohl den Anliegen der Banken als auch den Anforderungen und Bedenken der Nationalbank gerecht wurde.

Im Jahre 1980 leitete die Projektstudie «Neukonzeption Bankenclearing – Spiezer-Papier» die Entwicklungsarbeiten ein.²¹ Sie bildete die Grundlage für die anschliessenden Grob- und Detailkonzepte. Eine Ad-hoc-Kommission im Auftrag der Generaldirektionen der damals vier Grossbanken arbeitete die Studie aus. Sie enthielt einen Variantenvergleich, der sich auf grobe Annahmen über die zu verarbeitenden Mengen und erste Vorstellungen über die technisch-organisatorischen Abläufe stützte. Die in ihr niedergelegten Vorstellungen über ein neues Interbank-Zahlungsverkehrssystem trugen deutliche Züge einer Antithese zum bisherigen Bankenclearing.

²⁰ Spörndli (1998), S. 95 ff.

²¹ Neukonzeption Bankenclearing (1980).

Die Banken bezogen die Nationalbank in die Projektarbeiten ein. Die SNB wirkte in entsprechenden Arbeitsgruppen mit. Das war für sie – vor allem zu Beginn des Projekts – nicht einfach. Sie befasste sich zwar mit Problemen des Zahlungsverkehrs, aber eher in einem theoretisch-abstrakten Sinne. Es fehlten ihr zu dieser Zeit daher die Voraussetzungen, eigene Vorstellungen zu entwickeln, wie SIC konkret auszugestalten war. Offensichtlich betrachtete sie dies aber auch nicht als ihre vordringlichste Aufgabe, lauteten doch die internen Handlungsmaximen, grundsätzlich zu argumentieren und damit die Richtung aufzuzeigen, in der die definitiven Lösungen zu suchen waren, sowie mit Blick auf endgültige Entscheide die Handlungsfreiheit in jedem Fall optimal zu wahren.²² Es überrascht deshalb nicht, dass die SNB auf die Vorschläge der Banken zeitweise mit einer gewissen Unverbindlichkeit reagierte.

Die Nationalbank stand jedoch grundsätzlich hinter dem SIC-Projekt. Von Gesetzes wegen für die Sicherung und Erleichterung des Zahlungsverkehrs zuständig, identifizierte sie sich mit den Zielen, welche die Banken mit der Verwirklichung des neuen Zahlungssystems anstrebten, nämlich: Optimierung des Cash Managements, Minimierung des Kreditrisikos sowie Verbesserung des Kundendienstes und der organisatorischen Abläufe zur Neugestaltung des Interbank-Zahlungsverkehrs. Die SNB setzte hingegen eigene Akzente, wenn es um die Wahrung ihrer Interessen als geldpolitische Behörde ging. Sie nahm später auch dezidiert Stellung zur Trägerschaft von SIC.

Das Projektteam ging davon aus, SIC – wie das frühere Bankenclearing – durch das Rechenzentrum der Telekurs AG betreiben zu lassen. Dies bedingte die erwähnte Zweigliederung des SNB-Girokontos in ein Giro-Stammkonto zur Verbuchung der Zahlungen im direkten Verkehr mit der SNB und ein SIC-Verrechnungskonto zur Abwicklung der SIC-Transaktionen durch das Rechenzentrum. Dieses Konzept der «zwei Ebenen» – wie es damals bezeichnet wurde²³ – war SNB-intern stark umstritten. Es gab grosse Bedenken²⁴, die Giro Guthaben auf die Verrechnungskonten bei der Telekurs AG zu transferieren. Man befürchtete, die SNB gäbe ein Stück ihrer ureigensten Kompetenz preis, wenn Zahlungen mit Giro Guthaben ausserhalb der Notenbank erfolgten. Eine allfällige mangelhafte Überwachung des Verrechnungsablaufs oder Pannen könnten zu Kontoüberziehungen führen. Auch sei die juristische Einheit des Girokontos gefährdet, wenn nicht die Nationalbank, sondern

22 SNB, Arbeitsgruppe Zahlungsverkehr (1984), S. 7.

23 SNB, Arbeitsgruppe Zahlungsverkehr (1984), S. 4 f.

24 SNB, SIC-Detailkonzept (1984).

ein Dritter Empfänger der Dispositionsaufträge der Banken sei. Eine weitere Befürchtung war, dass das System «aus sich selbst heraus» (etwa über den Wartefilemechanismus) Kreditverhältnisse entstehen lassen könnte.²⁵ Dies wäre aus geldpolitischer Sicht höchst unerwünscht gewesen.

Die SNB trug den Bedenken Rechnung, indem sie folgende Anforderungen an das Projekt formulierte:²⁶

- Die zentralen Funktionen der Kontoführung sowie der Festsetzung und Verwaltung von Kreditlimiten sind der SNB vorbehalten.
- Alle Zahlungen im SIC unterliegen der Deckungskontrolle.
- Die auftraggebende Bank muss berechtigt sein, pendente Zahlungsaufträge jederzeit einseitig widerrufen zu können, und die begünstigte Bank erhält keine Informationen über die hängigen Zahlungseingänge.²⁷
- Banken können im Rahmen von SIC Kredite von anderen Banken in Anspruch nehmen, sofern die kreditgebende Bank Guthaben von ihrem Girokonto auf dasjenige der kreditnehmenden Bank überträgt.
- Das System soll grundsätzlich allen Banken zugänglich sein.
- Angesichts der Bedeutung des Interbank-Zahlungsverkehrs wäre eine Verarbeitung durch die SNB naheliegend, eine Lösung auf der Grundlage der Arbeitsteilung soll jedoch geprüft werden.
- Die Krisenresistenz ist sicherzustellen.

Für die Nationalbank von zentraler Bedeutung waren die Auswirkungen des neuen Zahlungsverkehrssystems auf die Umsetzung der Geldpolitik. Sie orientierte sich damals an der Notenbankgeldmenge (Banknoten plus Giroguthaben der Banken bei der SNB) als Indikator und geldpolitische Zielgrösse. Da das neue Zahlungsverkehrssystem die Bewirtschaftung der Liquidität durch die Banken erleichterte, ging die SNB davon aus, dass die Nachfrage nach Giroguthaben zurückgehen würde. Das Ausmass des Rückgangs und die Dauer des Anpassungsprozesses an ein neues Gleichgewicht waren allerdings nur schwer prognostizierbar (siehe 4.3.2). Es stellte sich deshalb die Frage nach Alternativen zur Notenbankgeldmenge als Indikator und geldpolitische Zielgrösse.

Im Sommer 1986 lag eine SIC-Lösung vor, welche die Führung der SIC-Verrechnungskonten auf einem zentralen Computersystem vorsah, an das die Teilnehmerbanken und die Nationalbank anzuschliessen gewesen wären.²⁸ Noch nicht entschieden war allerdings die Frage, ob das SIC mit Notenbank-

25 SNB, SIC-Standortbestimmung (1985), S. 5 f.

26 SNB, SIC-Standortbestimmung (1985), S. 1 f.

27 SNB an Telekurs AG (1985), S. 5.

28 SNB, Protokoll des Direktoriums (1986), 3. Juli, Nr. 298.

geld oder mit gegenseitigen Sichtguthaben der Banken auszustatten war. Zudem war noch nicht festgelegt, wie die Trägerschaft aussehen sollte. Bei einer Lösung mit Notenbankgeld standen zwei Trägerschaftsmodelle zur Diskussion, nämlich eine «SNB-Lösung» und eine «Auftragslösung».

Gemäss SNB-Lösung hätte die Nationalbank – wie die Bezeichnung zum Ausdruck bringt – SIC in eigener Regie bzw. im Rahmen eines Gemeinschaftswerks, in der sie einen beherrschenden Einfluss gehabt hätte, betrieben. Die SNB bevorzugte diese Variante. Allerdings wäre dann eine termingerechte Realisierung von SIC nicht mehr möglich gewesen. Dies war für die Banken keine Option. Sie hatten grosse Summen in das Projekt investiert und wollten das schwerfällige und risikobehaftete Bankenclearing möglichst rasch und nicht erst nach zwei bis drei Jahren – so lange hätte vermutlich die Ausarbeitung der SNB-Lösung gedauert – ablösen. Zudem richteten viele Banken ihre internen Systeme schon auf SIC aus. Sie befürchteten auch, dass die Vertraulichkeit ihrer Kundendaten nicht mehr gewährleistet sein könnte, wenn sie den Kommunikations- und Informationsteil von SIC an die SNB abtraten.

Die Auftragslösung dagegen sah vor, dass die Telekurs AG das SIC im Auftrag der Nationalbank betreiben würde. Die Banken favorisierten diese Lösung. Die SNB lehnte sie jedoch ab, da sie befürchtete, sie könne das System nicht angemessen kontrollieren. Eine umfassende Kontrolle erachtete die SNB darum als notwendig, weil sie davon ausging, sie hafte als Kontoführerin den Kontoinhabern gegenüber für eine getreue und sorgfältige Ausführung der Zahlungsaufträge und trage somit die betrieblichen Risiken des Systems. Für die Kontrolle fehlten ihr jedoch die Kenntnisse. Um sich diese anzueignen, hätte die SNB aktiv im SIC mitwirken müssen, allerdings in einem Ausmass, das die Zweckmässigkeit der Auftragslösung in Frage gestellt hätte. Hinzu kam, dass die SNB die Telekurs AG als eine Organisation der Banken und nicht als ein neutrales Rechenzentrum wahrnahm. Deshalb befürchtete sie, die Telekurs AG würde Handlungsspielräume zugunsten der Banken ausnützen, und rechnete mit Interessenkonflikten. Schliesslich bezweifelten die Projektverantwortlichen der Nationalbank, dass sich wegen der Komplexität von SIC und mangels entsprechender Erfahrungen ein geeignetes Vertragswerk realisieren liesse.²⁹

Die Ablehnung der Auftragslösung in der Projektendphase hinterlässt im Rückblick einen etwas zwiespältigen Eindruck, nachdem die Nationalbank in einer frühen Phase des Projekts eine arbeitsteilige Lösung der Trägerschaft

²⁹ SNB, SIC (1986), S. 4 ff.

nicht grundsätzlich ausgeschlossen hatte. Dies hatte bei den Banken offensichtlich zu falschen Erwartungen hinsichtlich der Ausgestaltung der Trägerschaft geführt. Im Nachhinein fällt zudem auf, dass sich die SNB bei der Bewertung der eigenen Möglichkeiten und Fähigkeiten von einer gewissen Übervorsicht leiten liess, während sie das Problem, das SIC-System effizient kontrollieren zu können, überschätzte. Es entbehrt nicht einer gewissen Ironie, dass die Nationalbank später gerade diese Auftragslösung als sinnvolles Trägerschaftsmodell akzeptieren sollte.

Die Alternativlösung ohne Notenbankgeld sah kein direktes Engagement der SNB vor. Sie war als Netto-System konzipiert. Wie für diese Art von Systemen typisch, wären die Zahlungen im Rechenzentrum der Banken zuerst gegenseitig verrechnet und anschliessend nur die Zahlungsspitzen periodisch über die Girokonten bei der SNB ausgeglichen worden. Diese Variante stiess aber weder bei den Banken – sie widersprach im Grunde genommen Sinn und Geist des «Spiezer-Papiers» – noch bei der SNB auf Begeisterung. Die Nationalbank hätte zur periodischen Verbuchung der Nettopositionen ihr Giro-system erweitern müssen.

Damit waren die Parteien bei der Lösung der Trägerschaftsfrage an einem toten Punkt angelangt. Sie suchten deshalb nach einer Kompromisslösung, die eine für die Banken nicht akzeptable Verzögerung der Einführung des SIC ausschloss, aber auch die Interessen der SNB berücksichtigte. Beide Parteien einigten sich schliesslich auf eine Variante, die aus zwei Teilen bestand, nämlich aus der oben skizzierten Auftragslösung als «Übergangslösung» sowie einer «Ziellösung», die nach einer Phase von zwei bis drei Jahren die Übergangslösung hätte ablösen sollen.

Die SIC-Ziellösung sah eine Aufgabenteilung zwischen der Telekurs AG und der SNB wie folgt vor: Die SNB war für den Grossbetrags-Zahlungsverkehr zuständig. Sie führte zu diesem Zweck die Girokonten auf ihrem Informatiksystem und nahm die mit der Kontoführung zusammenhängenden Aufgaben in eigener Regie wahr. Demgegenüber hatte die Telekurs AG unter der Regie der Banken auf ihrem Informatiksystem den Massen-Zahlungsverkehr abzuwickeln. Dazu zählten Zahlungen, die kleiner als 50 000 Franken waren. Das bedeutete, dass damals 11 000 von 240 000 Zahlungsaufträgen (rund 5%) auf dem SNB-System, die restlichen 95% der Aufträge dagegen auf dem Abwicklungssystem der Telekurs AG zu bearbeiten waren.

Diese Aufspaltung in Klein- und Grossbetragszahlungen entsprach den Anliegen der Nationalbank. Die SNB wollte sich die technisch schwierig zu lösenden Volumenprobleme, welche die Verarbeitung der geldpolitisch bedeutungslosen Kleinbetragszahlungen mit sich gebracht hätte, ersparen. Die

Ziellösung entschärfte aber auch die in der Anfangsphase des Projekts SNB-intern geäusserten Vorbehalte gegenüber dem Konzept der «zwei Ebenen» (Preisgabe ureigenster SNB-Kompetenzen, wenn Zahlungen mit Giro Guthaben ausserhalb der Notenbank erfolgten, Gefährdung der juristischen Einheit des Girokontos usw.) sowie das bereits erwähnte Vertraulichkeitsproblem der Banken mit Blick auf ihre Kundendaten.

Es gab SNB-intern gegenüber der SIC-Ziellösung aber auch Einwände. Es wurde etwa befürchtet, dass die Banken an der Realisierung der SIC-Ziellösung gar nicht interessiert sein könnten, da sie alle SIC-Zahlungen über die Girokonten abwickeln wollten. Das Direktorium teilte diese Befürchtung und machte den Betrieb der SIC-Übergangslösung von der Entwicklung der SIC-Ziellösung abhängig: Jeder Widerruf der Vereinbarung betreffend die Entwicklung der SIC-Ziellösung hätte zur sofortigen Auflösung der Vereinbarung betreffend die SIC-Übergangslösung geführt.³⁰

Die rechtlichen Beziehungen der Vertragspartner waren in vier Verträgen geregelt, die ein komplexes Vertragsnetz bildeten. Als Vertragspartner beteiligt waren primär die inländischen und liechtensteinischen Banken (SIC-Teilnehmer), die Telekurs AG sowie die Nationalbank. Das Vertragswerk umfasste die Vereinbarungen betreffend die Entwicklung der SIC-Ziellösung und betreffend die SIC-Übergangslösung. Die Vertragspartner beider Vereinbarungen waren die SNB und die Telekurs AG. Der so genannte SIC-Girovertrag regelte die rechtlichen Beziehungen zwischen der SNB und den SIC-Teilnehmern und der Vertrag über Verhaltensregeln, Ziellösung und Schadenstragung diejenigen zwischen der Telekurs AG und den SIC-Teilnehmern. Nebst den der Nationalbank vertraglich zugesicherten Steuerungsbefugnissen trugen die Banken zudem den Informationsbedürfnissen der SNB Rechnung, indem sie dieser einen Sitz im Verwaltungsratsausschuss der Telekurs AG anboten. Die Vertragspartner setzten das Vertragswerk auf den 5. Juni 1987 in Kraft.

Im Januar 1989 war die Einführungsphase mit der SIC-Übergangslösung abgeschlossen. 161 Banken waren am SIC angeschlossen, das im Tagesdurchschnitt rund 220 000 Zahlungen im Gesamtbetrag von 118 Mrd. Franken bewältigte. Im Jahre 2005 wickelten etwas über 300 Teilnehmer im Tagesdurchschnitt ungefähr 850 000 Zahlungen im Wert von 170 Mrd. Franken ab. Die Giro Guthaben der SIC-Teilnehmer gingen mit der Einführung von SIC drastisch von rund 7,5 auf 2,5 Mrd. Franken zurück. Trotzdem kam es zu keinen ernsthaften Verrechnungstaus. Selbst im Zeitraum zwischen 1990 und 1995,

30 Hess (1988), S. 31 ff.

einer Phase restriktiver Geldpolitik, als die Giro Guthaben der SIC-Teilnehmer unter 2 Mrd. Franken sanken, war die Funktionsfähigkeit des SIC nicht in Frage gestellt.

5.2.5 Die SIC-Übergangslösung – ein Provisorium überlebt

SIC zeigte, dass ein Brutto-System weit gehend störungsfrei betrieben werden kann. Da die Schweiz lange Zeit eines der wenigen Länder war, das über ein funktionierendes Brutto-System verfügte, hatte SIC international einen gewissen Vorzeigecharakter. Allerdings gab es damals auch skeptische Stimmen: Vertreter ausländischer Notenbanken erachteten SIC als fortschrittliches theoretisches Konzept, fragten sich aber, ob es im eigenen Land durchsetzbar wäre. Manche bemängelten, dass das Fifo-Prinzip zu starr sei und zumindest Kontoüberziehungen im Rahmen der Lombardlimiten zugelassen werden sollten. Wiederum andere zweifelten daran, dass sich die Nachfrage nach Giro Guthaben unter den bestehenden Bedingungen auf einem akzeptablen Niveau einpendeln würde.³¹ Die Optimierung des SIC-Systems war aber immer auch Gegenstand interner Diskussionen. Sie führten letztlich zu den unter 5.2.3 erwähnten Massnahmen, welche die Nachteile einer zu strikten Anwendung der Fifo-Regel kompensieren. Insbesondere können die Banken seit 1999 zinslose Innertagsliquidität beanspruchen.

1995 entschied das Direktorium, SIC nicht in Richtung Ziellösung weiterzuentwickeln, da dies seiner Ansicht nach einem Rückschritt gleichgekommen wäre. Ferner wollte es auch bezüglich Trägerschaft keine radikale Änderung, sondern eine Optimierung der geltenden Lösung und eine entsprechende Überarbeitung der Verträge.³² Diese Entscheide sind insofern nachvollziehbar, als nach acht Jahren produktiven und erfolgreichen Betriebs von SIC dessen umfassender Umbau mit erheblichen Risiken und Kosten verbunden gewesen wäre. Es fällt jedoch auf, dass die SNB in der dafür vertraglich vorgesehenen Zeitspanne nach Inbetriebnahme von SIC nie ernsthafte Anstalten traf, die Ziellösung zu verwirklichen, obwohl seinerzeit die Diskussion dazu mit grosser Intensität geführt worden war. Der Verzicht auf die nachträgliche Umsetzung der Ziellösung zeugt zwar von Flexibilität und Pragmatismus. Trotzdem erscheint im Nachhinein das Vorgehen der Nationalbank bei der Regelung der Trägerschaft nicht ganz frei von Widersprüchen.

Auf den 8. Oktober 2002 löste eine neue Vereinbarung betreffend das SIC-System die bisherigen Vereinbarungen zur Übergangs- bzw. Ziellösung ab.

31 SNB, Expertengruppe (1989).

32 SNB, Zahlungsverkehr (1994).

Die Anpassungen beschränkten sich auf Formales, da eine umfassendere Revision für die Zeit nach Inkrafttreten des neuen Nationalbankgesetzes im Mai 2004 absehbar war: Das neue Gesetz übertrug der Nationalbank nämlich als zusätzliche Aufgabe die Überwachung systemrelevanter Zahlungs- und Effekten-Abwicklungssysteme. SIC gilt als systemrelevant und wird von der Nationalbank überwacht. Die SNB trug den veränderten rechtlichen Rahmenbedingungen Rechnung und überarbeitete das vertragliche Verhältnis mit der SIC AG. Im neuen Vertrag vom 23./27. Juni 2005 sind nun die von der SIC AG und der Nationalbank zu erbringenden Dienstleistungen klar definiert und die Steuerungsbefugnisse der SNB im SIC-System auf die Bedürfnisse der Geldpolitik und auf die Bestrebungen der SNB, den Zahlungsverkehr zu erleichtern und zu sichern, ausgerichtet.

5.2.6 *Das SIC als Teil eines nationalen und internationalen Netzwerks*

Die Globalisierung des Finanzgeschäfts, die fortschreitende europäische Integration (Währungsunion) sowie die Bestrebungen, Kosten und Risiken zu minimieren, führten zu einer Vernetzung der Finanzmarkt-Infrastrukturen.³³ Dieser Entwicklung konnten sich – wie die folgende Aufzählung zeigt – auch der schweizerische Finanzsektor und damit das SIC nicht entziehen:

Im März 1995 wurde SIC mit dem im Oktober 1993 in Betrieb gesetzten Echtzeit-Wertschriften-Abwicklungssystem SECOM der Schweizerischen Effekten-Giro AG (SEGA, später SIS SegalnterSettle AG) – des schweizerischen Zentralverwahrers von Wertpapieren – verknüpft. Seit der Verbindung von SIC mit SECOM basiert der Wertschriftenhandel in der Schweiz auf dem Prinzip «Lieferung gegen Zahlung», welches wie folgt funktioniert: Ist ein Auftrag zum Kauf bzw. Verkauf von Wertpapieren erteilt und die Wertschriftenposition des Verkäufers gedeckt, sperrt SECOM die Wertschriftenposition und übermittelt eine Zahlungsmeldung an das SIC-System. Ist auf dem SIC-Verrechnungskonto des Käufers Deckung vorhanden, führt das System die Zahlung aus. SECOM erhält eine Zahlungsbestätigung, worauf es die Übertragung der Wertschriften ausführt. Später wurde SECOM auch mit der SWX Swiss Exchange verbunden, die 1995 aus drei lokalen Börsen entstanden war. Dadurch erreichte man die vollautomatische Abwicklung der Wertschriftentransaktionen vom Handel über die Verrechnung bis zum Übertrag der Wertpapiere. Dieses voll integrierte Abwicklungssystem wird auch als Swiss Value Chain bezeichnet.

33 Klein und Palazzo (2003), S. 93 ff.

Die Abwicklung von Transaktionen in Euro aus der Schweiz erfolgt seit 1999 über das so genannte euroSIC. Es funktioniert weitgehend gleich wie das SIC-System für Franken (SIC-Franken). Im Herbst 2001 wurden die bis anhin getrennt geführten Systeme SIC-Franken und euroSIC in einer gemeinsamen Systemplattform zusammengeführt. Bindeglied zwischen den Banken in der Schweiz und dem europäischen Zahlungsverkehrssystem Target (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer) bzw. den nationalen Zahlungsverkehrssystemen der Staaten der Europäischen Union (EU) ist die Swiss Euro Clearing Bank (SECB) in Frankfurt am Main, die den Schweizer Banken und der PostFinance gehört. Die SECB hat als lizenzierte deutsche Bank einen direkten Zugang zum Zahlungssystem RTGS^{plus} der Deutschen Bundesbank, das seinerseits mit Target verbunden ist. Damit können die Banken in der Schweiz grenzüberschreitende Zahlungen in Euro zu ähnlichen Bedingungen abwickeln wie die Banken in der EU. Umgekehrt lassen sich Zahlungen von EU-Banken via das entsprechende nationale Zahlungsverkehrssystem, Target und RTGS^{plus} an schweizerische Institute leiten. Das euroSIC ist auch mit dem Wertschriften-Abwicklungssystem SECOM verbunden.

Seit November 2001 laufen die Transaktionen zwischen den Kundenkonten der PostFinance und denjenigen der Banken ebenfalls über das SIC. Früher hatte das SNB-Girosystem als Verbindungsglied zwischen Post und Banken gedient. Die PostFinance ist am Kapital der SIC AG beteiligt.

Die Inbetriebnahme des Mehrwährungs-Zahlungssystems Continuous Linked Settlement (CLS) Mitte 2002 war ein wichtiger Schritt bei der Entwicklung einer globalen Finanzmarkt-Infrastruktur. CLS, ein Gemeinschaftswerk internationaler Banken, kam nicht zuletzt auf Druck der Notenbanken zustande. Diese hatten den Finanzsektor nach dem Konkurs der Herstatt-Bank von 1974 (Herstatt-Fall) – der für viele Banken mit grossen Verlusten im Devisengeschäft verbunden war – aufgefordert, eine Lösung zu finden, welche die Abwicklungsrisiken bei Devisengeschäften minimiert (siehe 7.1.2). CLS ermöglicht nun den Vollzug von Devisentransaktionen nach dem Prinzip «Zahlung gegen Zahlung»: Die CLS Bank wickelt beide Seiten eines Devisengeschäfts – Gutschrift bzw. Belastung der Handelsparteien – simultan ab (Brutto-Prinzip). Damit eliminiert sie die Erfüllungsrisiken und vermeidet eine Wiederholung des Herstatt-Falls mit seinen verhängnisvollen Auswirkungen auf das gesamte Finanzsystem. Die CLS Bank verfügt über eine direkte Verbindung zu den Grossbetrags-Zahlungssystemen derjenigen Länder, deren Währungen im CLS integriert sind. Die Abwicklung von Frankenbeträgen im CLS erfolgt über einen so genannten Fernzugang

der CLS Bank zum SIC. In der Schweiz sind die drei grössten Banken (UBS, Credit Suisse und die Zürcher Kantonalbank) Settlement Members und Aktionäre von CLS. Sie wickeln ihre Devisentransaktionen direkt über das CLS ab. Einige weitere Schweizer Banken (Third Parties) tätigen ihre Devisengeschäfte im CLS über die Settlement Members.

Neben den im SIC direkt abgewickelten Zahlungen (SIC-Zahlungen) bietet die Telekurs-Gruppe den Banken eine Reihe von Verarbeitungsmöglichkeiten im Bereich des kommerziellen Zahlungsverkehrs an, wie Bancomat, Tancomat, EFTPOS (Electronic Funds Transfer at Point of Sale), Prepaid-Karten (CASH). Sie unterstützt technisch auch das Einzugsverfahren für wiederkehrende Zahlungsverpflichtungen (Lastschriftverfahren) und betrieb bis 2006 auch den so genannten Datenträgeraustausch (DTA), über den Unternehmen des Nichtbanken-Sektors ihre Massenzahlungen abwickelten. Die Telekurs AG verarbeitete diese Zahlungen – im Gegensatz zum SIC-System – nicht in Echtzeit, sondern sammelte zuerst die Zahlungsaufträge, fasste sie zu Totalbeträgen zusammen und verrechnete sie periodisch im SIC.

5.2.7 *Der Kunden-Zahlungsverkehr*

Auf die Entwicklungen im bargeldlosen Kunden-Zahlungsverkehr nimmt die Nationalbank – anders als beim Grossbetrags-Zahlungsverkehr – keinen direkten Einfluss. Sie überlässt es dem Markt, die Bedürfnisse der Kunden zu ermitteln, die entsprechenden Systeme zu entwickeln und anzubieten. Ausnahmsweise steht sie allerdings als Moderatorin zur Verfügung, wenn es um die Harmonisierung von divergierenden Interessen geht. Hingegen befasst sie sich im Rahmen ihrer volkswirtschaftlichen und bankwirtschaftlichen Analysen eingehend mit den Entwicklungstendenzen im Massen-Zahlungsverkehr, und zwar aus verschiedenen Gründen.

Zum einen wirken sich die Innovationen im Kunden-Zahlungsverkehr auf die Umsetzung der Geldpolitik aus. Für die Geldpolitik von Bedeutung ist, dass der Gebrauch bargeldloser Zahlungsmittel eine effizientere Bewirtschaftung der liquiden Mittel zulässt. Der Benutzer solcher Zahlungsmittel hat bei entsprechend ausgebauter Infrastruktur nicht nur eine hohe Zahlungsbereitschaft, sondern er bezahlt auch exakt den geschuldeten Betrag. Bargeld hingegen muss er physisch, mit all den damit verbundenen Risiken – und in Mengen, welche auch Eventualitäten abdecken – mit sich tragen. Dies führt zu Kosten in Form entgangener Zinserträge. Mit der Verwendung bargeldloser Zahlungsmittel kann der Benutzer Kosten und Risiken vermindern.

Da der Bargeldumlauf und die liquiden Bankeinlagen Teil der Geldaggre-gate sind, welche die Nationalbank als Indikatoren zur Beurteilung des Res-

traktionsgrades der Geldpolitik benutzt, beeinflussen Effizienzsteigerungen im Zahlungsverkehr die Umlaufgeschwindigkeit der Geldmengen und damit deren Verhalten.³⁴ Veränderungen in der Geldmengenentwicklung sind als Folge davon nicht mehr klar interpretierbar. Für die Geldpolitik ist es daher wichtig, die Auswirkungen neuer Zahlungsmittel auf die Geldnachfrage qualitativ und quantitativ abschätzen zu können.³⁵ Besonders problematisch sind die Folgen für die Geldpolitik, wenn sich Bargeldsubstitute nicht kontinuierlich, sondern sprunghaft verbreiten.

Der gesetzliche Auftrag, das Funktionieren bargeldloser Zahlungssysteme zu erleichtern und zu sichern, ist ein weiterer Grund für die SNB, sich mit den Entwicklungstendenzen im Kunden-Zahlungsverkehr zu befassen. Die dem Gebrauch von modernen Zahlungsmitteln zugrunde liegende technische Infrastruktur ist komplex und daher auch störungsanfällig. Fallen Zahlungssysteme aus, behindert dies die Wirtschaftsaktivität, beeinträchtigt das Vertrauen des Publikums und kann damit je nach Dauer des Ausfalls zu erheblichen volkswirtschaftlichen Kosten führen. Um die Wahrscheinlichkeit solcher Störungen und Krisen zu verringern, hat die Nationalbank als gesetzlich beauftragte Stelle zur Überwachung von Zahlungs- und Effekten-Abwicklungssystemen die Kompetenz, regelnd einzugreifen, etwa indem sie Mindeststandards festlegt.

Zum bargeldlosen Kunden-Zahlungsverkehr hat die SNB schliesslich auch einen Bezug im Rahmen ihrer Funktion als Auftraggeber und Steuerungsorgan von SIC: Damit das Publikum auf Karten basierende Zahlungsmittel verwenden kann, müssen je nach Kartenart Kontobeziehungen zu verschiedenen Finanzintermediären wie Banken, PostFinance, Kartenherausgeber bestehen. Es muss also ein leistungsfähiges Interbank-Zahlungsverkehrssystem wie das SIC vorhanden sein, damit die neuen Zahlungsinstrumente als Massen-Zahlungsmittel dienen können.

Zu dieser auf Geldpolitik und Überwachung ausgerichteten Tätigkeit der SNB können die Bemühungen der Banken, den Zahlungsverkehr weiter zu automatisieren, in ein gewisses Spannungsfeld geraten. Für sie steht im Vordergrund, Kosten und Erträge des Zahlungsverkehrs in ein wirtschaftliches Verhältnis zu bringen. Besonders die Bargeldbezüge am Schalter verursachen grossen Personalaufwand und sind damit kostspielig. Aber auch die Verarbeitung des Bargelds (Zählen, Sortieren usw.), dessen Transport sowie die damit verbundenen Sicherheitsvorkehrungen sind aufwendig. Das Bargeld trägt keinen

34 Fluri (1995), S. 76 f.

35 Peytrignet (1995).

Zins. Deshalb sind die Banken bestrebt, ihren Eigenbestand an Bargeld so klein wie möglich zu halten bzw. das Bargeld zu substituieren. Sie haben zu diesem Zweck Konten mit speziellen Konditionen (so genannte Transaktionskonten) geschaffen, über welche die Kontoinhaber ihren Zahlungsverkehr bargeldlos abwickeln können. Die Bestände auf den Transaktionskonten (Banken und PostFinance), die einen – wenn auch geringen – Zinsertrag abwerfen, betragen im Jahr 2005 rund 100 Mrd. Franken gegenüber 30 Mrd. Franken 20 Jahre zuvor. Die Banken sind auch als Kartenherausgeber aktiv. Das Kartengeschäft steht wiederum mit der Gewährung von Konsumkrediten im Zusammenhang.

Neue Zahlungstechnologien schmälern auf die lange Frist auch die Seigniorage (Münzgewinn) von Staat und Notenbank, wenn sie zur Folge haben, dass weniger Bargeld verwendet wird. Die Debitkarte ist ein solches Zahlungsinstrument, das ohne die Anwendung moderner Technologien undenkbar wäre. Der Inhaber einer Debitkarte kann rund um die Uhr Bargeld an Geldausgabegeräten (Bancomat und Postomat) beziehen und damit seine Bargeldhaltung besser mit seinen Bedürfnissen in Übereinstimmung bringen. Als Folge davon geht die Nachfrage nach Bargeld tendenziell zurück. 2005 wurden an rund 5600 Geldausgabegeräten während des ganzen Jahres 24,9 Mrd. Franken abgehoben gegenüber 12,6 Mrd. Franken an 2200 Geräten im Jahre 1990. Der Inhaber kann den Umweg über das Bargeld auch vermeiden, indem er einen geschuldeten Betrag mit der Debitkarte an der Kasse direkt seinem Bankkonto belasten und dem Zahlungsempfänger gutschreiben lässt. Damit entfällt der vorgängige Bezug von Bargeld am Geldausgabegeräten oder – wie früher – mittels Checks bei einer Poststelle oder einer Bank. In der Schweiz gab es im Jahre 2005 über 200 000 Verkaufsstellen (1995: 34 000), die solche Debitkarten akzeptieren.

Der Check hat dagegen jede Bedeutung verloren, und zwar als Zahlungsmittel an den Verkaufsstellen, wo er sich in der Schweiz allerdings nie hatte durchsetzen können, wie vor allem auch als Instrument für den Bargeldbezug, der verglichen mit den heutigen Möglichkeiten recht umständlich war. Ein weiterer wichtiger Grund für die zunehmende Bedeutungslosigkeit des Checks waren die hohen, nicht mehr konkurrenzfähigen Verarbeitungskosten der Anbieter.

Ein Substitut für Bargeld sind auch die Kreditkarten, bei welchen der Herausgeber – im Gegensatz zur Debitkarte – die während einer Abrechnungsperiode anfallenden Zahlungen kumuliert und das Total am Ende der Periode (in der Regel monatlich) dem Konto des Karteninhabers belastet. Die Verkaufsstelle erhält den geschuldeten Betrag sofort gutgeschrieben.

ben. Der Kartenherausgeber bevorschusst somit den Karteninhaber, lässt sich die Kreditgewährung indessen durch Gebühren und Kommissionen von Karteninhabern und Verkaufsstellen abgelten. Die Abwicklung von Zahlungen mittels Kreditkarten konnte durch die Anwendung der Online-Technologie ebenfalls rationeller und damit kundenfreundlicher gestaltet werden.

E-Money oder elektronisches Geld sind Guthaben, die als elektronischer Eintrag im Computer (Digital Cash oder Cyber Cash) oder im Chip einer Wertspeicherkarte (Cash-Karte) – meistens einer Debitkarte mit eingesetztem Chip – existieren. Digital oder Cyber Cash eignet sich für Zahlungen über Computernetze. Mit der Wertspeicherkarte kann der Kunde hingegen direkt an der Verkaufsstelle bezahlen. Der Besitz von elektronischem Geld setzt in der Regel eine Kontoverbindung mit einem Finanzinstitut (Bank oder PostFinance) voraus. Der Besitzer einer Wertspeicherkarte zum Beispiel ist dann in der Lage, über einen Geldausgabeautomaten den gewünschten Betrag in digitaler Form zu beziehen (zur Zeit maximal 300 Franken pro Ladevorgang). Dieser Bezug führt auf dem Konto des Karteninhabers zu einer Belastung. Gleichzeitig wird dem Finanzinstitut der Betrag bei einem Cash-Pool, der dem Zahlungsausgleich dient, gutgeschrieben. Der Cash-Pool hat in der Schweiz den Status einer Bank. Zahlt der Karteninhaber mit der Wertspeicherkarte, erhält die Verkaufsstelle den Betrag zulasten der Pool-Bank gutgeschrieben. Die Abwicklung der Transaktionen erfolgt über die Girokonten bei der SNB. Wegen der limitierten Ladekapazität von 300 Franken pro Ladevorgang werden Wertspeicherkarten vorzugsweise zur Bezahlung kleinerer Beträge im Münzbereich an Kiosken, Billetautomaten, in Parkhäusern usw. verwendet.

Es ist schwierig, den Substitutionseffekt der neuen Zahlungsmittel zu quantifizieren. So ist es unklar, in welchem Ausmass der Geldbezug an Geldausgabegeräten die Umlaufgeschwindigkeit des Bargelds erhöht bzw. die Nachfrage des Publikums nach Bargeld vermindert. Verschiedene Indikatoren weisen aber darauf hin, dass der Anteil bar bezahlter Güter und Dienstleistungen in den vergangenen Jahren zurückgegangen sein muss. Dazu die folgenden Angaben: Die Kartenbenutzer wickelten im Jahr 2005 im Inland 260 Millionen (1990: 10 Millionen) Transaktionen im Wert von 22 Mrd. (1990: 500 Mio.) Franken mit Debitkarten ab. Auf Kreditkarten entfielen im gleichen Jahr 84 (1990: 19) Millionen Transaktionen. Ihr Wert betrug 16 (1990: 5) Mrd. Franken. In den vergangenen 15 Jahren erhöhte sich somit die Zahl der mit Debit- oder Kreditkarten ausgeführten Transaktionen um mehr als das Zehnfache. 2005 waren in der Schweiz 6,3 Millionen Debit- und

3,5 Millionen Kreditkarten im Umlauf. Es überrascht deshalb nicht, dass der nominelle Konsum der privaten Haushalte in der Schweiz zwischen 1990 und 2005 zwar um rund 47% von 187 Mrd. auf 275 Mrd. Franken zugenommen hat, der Notenumlauf (im Jahresdurchschnitt) – ohne Tausendernoten, die vorwiegend der Wertaufbewahrung dienen – in derselben Periode aber nur um 14% von 14,6 Mrd. auf 16,7 Mrd. Franken.

Quellen

- Botschaft (1999) zu einem Bundesgesetz über die Währung und die Zahlungsmittel (WZG) vom 26. Mai, BBl 1999 7258–7286.
- Neukonzeption Bankenclearing (1980), Vorstudie («Spiezer-Papier») der Ad-hoc-Kommission der vier Grossbanken, 30. August, SNBA.
- SNB an Telekurs AG, (1985), Brief des III. Departements an die Telekurs AG betreffend Swiss Interbank Clearing (SIC), 14. Oktober, SNBA.
- SNB, Arbeitsgruppe Zahlungsverkehr (1984), SIC-Vernehmlassung zum Detailkonzept (III. Departement), 4. Januar, SNBA.
- SNB, Ausserkurssetzung von Umlaufmünzen (2003), Zirkular an die SNB-Agenturen, 1. Dezember, SNBA.
- SNB, Expertengruppe (1989), Bericht des III. Departements an das Direktorium über die Sitzung vom 12. bis 14. Dezember der Group of Experts on Payment Systems der BIZ, 18. Dezember, SNBA.
- SNB, 75. *Geschäftsbericht* 1982, Bibliothek SNB Zürich.
- SNB, Protokoll des Direktoriums (verschiedene Jahre), SNBA.
- SNB, SIC (1986), SIC – Aufsicht, Sicherheit und Trägerschaft, Antrag des III. Departements an das Direktorium, 9. Januar, SNBA.
- SNB, SIC-Detailkonzept (1984), Aussprache über die Stellungnahme der Nationalbank zum SIC-Detailkonzept, Diskussionspapier der Rechtsabteilung zuhanden des Direktoriums, 1. Februar, SNBA.
- SNB, SIC-Standortbestimmung (1985), Antrag des III. Departements an das Direktorium, 10. September, SNBA.
- SNB, Vertrag (2005), Vertrag zwischen der Schweizerischen Nationalbank und der Swiss Interbank Clearing AG betreffend SIC-System vom 23./27. Juni, SNBA.
- SNB, Wie gross ist der Frankenumlauf im Inland? (1998), in: *Geldmengenbericht* vom Februar, S. 20–24, SNBA.
- SNB, Zahlungsverkehr (1994), Studentagung des Direktoriums vom 25. Mai zum Thema Zahlungsverkehr, Protokoll vom 26. Mai, SNBA.

Literatur

- Fischer, F. und W. Hurni (1988), Erste Erfahrungen mit dem Schweizerischen Interbank-Clearing-System (SIC) aus der Sicht einer Grossbank, in: P. Klauser (Hrsg.), *Wirtschaft und Recht*, Sonderheft: Elektronischer Interbank-Zahlungsverkehr in der Schweiz, 40 (1), S. 50–62.
- Fluri, R. (1995), Grundlagen zur Revision der Geldaggregate im Jahre 1995, *Geld, Währung und Konjunktur*, Quartalsheft SNB, 13 (1), S. 76–88.
- Hess, M. (1988), Die Rechtsgrundlagen des Swiss Interbank Clearing (SIC), in: P. Klauser (Hrsg.), *Wirtschaft und Recht*, Sonderheft: Elektronischer Interbank-Zahlungsverkehr in der Schweiz, 40 (1), S. 31–49.
- Klein, F. und G. Palazzo (2003), *Kulturgeschichte des Geldflusses: Die Entwicklung des Zahlungsverkehrs mit Fokus Schweiz*, Zürich: Verlag SKV.
- Kohli, U. (1988), A Note on Banknote Characteristics and the Demand for Currency by Denomination, *Journal of Banking and Finance*, 12 (3), S. 389–399.

- Lührig, A. und K. Spremann (1998), Target, in: H. Geiger und K. Spremann (Hrsg.), *Banktopologie: Bank- und finanzwirtschaftliche Forschungen*, 280, Bern [etc.]: Haupt, S. 119–165.
- Peytrignet, M. (1995), Analyse statistique de l'agrégat M₁, définition 1995, *Geld, Währung und Konjunktur*, Quartalsheft SNB, 13 (1), S. 89–107.
- Rivaz, M. de (1997), *Le billet de banque suisse 1907–1997 / Die schweizerische Banknote 1907–1997 / The Swiss banknote 1907–1997*, Le Mont-sur-Lausanne: Collection la mémoire de l'œil.
- SNB (1957), *Schweizerische Nationalbank 1907–1957*, [Zürich: SNB].
- Spörndli, E. (1998), Geldpolitische Steuerung und Zahlungsverkehr: Eine wichtige Schnittstelle, in: H. Geiger und K. Spremann (Hrsg.), *Banktopologie: Bank- und finanzwirtschaftliche Forschungen*, 280, Bern [etc.]: Haupt, S. 95–102.
- Vital, C. (1988), Das elektronische Interbank-Zahlungsverkehrssystem SIC, in: P. Klauser (Hrsg.), *Wirtschaft und Recht*, Sonderheft: Elektronischer Interbank-Zahlungsverkehr in der Schweiz, 40 (1), S. 9–30.

6 Internationale Währungsbeziehungen

6.1 Währungshilfe

UMBERTO SCHWARZ

6.1.1 Einleitung

Im letzten Vierteljahrhundert hat sich die Nationalbank an zahlreichen internationalen Währungshilfemassnahmen zugunsten von Schwellen-, Transitions- und Entwicklungsländern beteiligt. Von der Geldpolitik, welche die SNB unabhängig führt, unterscheidet sich die Währungshilfe insofern, als sie in Zusammenarbeit mit dem Bund erfolgt.

Es gibt im Wesentlichen zwei Gründe für die Währungshilfe der SNB. Erstens legt die Schweiz als kleine, sehr offene Wirtschaft mit einem Finanzplatz von internationaler Bedeutung grossen Wert auf stabile internationale Währungs- und Finanzbeziehungen. Zweitens kann die Nationalbank – und damit die Schweiz – durch Währungshilfe Goodwill erwerben, der ihr den Zugang zu gewissen internationalen Gremien erleichtert. Dennoch geht die SNB bei der Währungshilfe mit Vorsicht ans Werk: Zum einen gehören die Währungsreserven der Schweiz nicht ihr selbst; sie sind ihr vielmehr als Teil des Volksvermögens nur zur Verwaltung anvertraut. Zum anderen würde eine leichtfertig gewährte internationale Währungshilfe das Risiko des Moral Hazard für Schuldner und Gläubiger vergrössern, indem sie das Empfängerland zu unvernünftiger Wirtschaftspolitik und die Gläubiger zur Kreditgewährung ohne Berücksichtigung der Schuldnerbonität verleiten könnte. Die Nationalbank ist sich aber durchaus bewusst, dass sie den Moral Hazard insgesamt nicht verringern würde, wenn sie alleine abseits internationaler Währungshilfeaktionen stünde, sondern dass sie damit einzig das Ansehen der Schweiz aufs Spiel setzen könnte.

Der Beitritt der Schweiz zum Internationalen Währungsfonds (IWF) im Jahre 1992 bedeutete eine wichtige Zäsur. Zuvor war die Währungshilfe eine Art Ersatz dafür gewesen, dass die Schweiz den Bretton-Woods-Institutionen nicht angehörte. Danach diente sie vor allem dazu, die Stellung des Landes innerhalb dieser Institutionen zu rechtfertigen.

Die Nationalbank hat Währungshilfe in den folgenden Formen geleistet: Substitutionszusagen für Überbrückungskredite, Beteiligung an den Allgemeinen Kreditvereinbarungen (AKV), mittelfristige Kredite an die Länder Mittel- und Osteuropas, kurzfristige Zusatzkredite für systemisch bedeutsame Län-

der, Beteiligung an den Neuen Kreditvereinbarungen (NKV), Beiträge an die IWF-Fazilitäten für die ärmsten Länder und sehr kurzfristige Überbrückungskredite für die Länder der Stimmrechtsgruppe der Schweiz beim IWF.

6.1.2 *Substitutionszusagen für Überbrückungskredite*

Zu Beginn der 1980er Jahre wurden die Schwellenländer von einer Schuldenkrise erfasst. Wie schon zehn Jahre zuvor war ihr ein Erdölpreisschub vorausgegangen. Schwerer wog aber die Erhöhung der amerikanischen Zinsen als Folge der restriktiven Geldpolitik, mit welcher das Federal Reserve Board dem Anstieg der Inflation begegnete. Dies führte dazu, dass die – kurzfristige und grösstenteils auf US-Dollar lautende – Verschuldung noch schwerer auf diesen Ländern lastete.

Die Währungshilfe der Nationalbank erfolgte im Rahmen des Bundesbeschlusses über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmassnahmen von 1963. Sie bestand in erster Linie aus Substitutionszusagen (d.h. Garantien) für Überbrückungskredite der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) in Basel. Mit Hilfe dieser Kredite konnten die Schuldnerländer ihren externen Verpflichtungen solange nachkommen, bis sie mit dem IWF eine Vereinbarung abgeschlossen hatten. Solche Vereinbarungen betrafen einen Kredit des IWF, der an bestimmte wirtschaftspolitische Massnahmen geknüpft war. Ein Teil der IWF-Kredite wurde dann zur Rückzahlung der von der BIZ gewährten Überbrückungskredite eingesetzt. Mit dieser Rückzahlung wurden die Substitutionszusagen, welche die Nationalbank zusammen mit anderen Zentralbanken gewährt hatte, hinfällig. Die Nationalbank gab solche Zusagen zugunsten verschiedener lateinamerikanischer Länder sowie für Jugoslawien und Ungarn ab (Tabelle 6.1).

Im Wesentlichen war die Beteiligung der Schweiz an diesen Massnahmen nicht kontrovers. Aus den entsprechenden Diskussionen innerhalb der Nationalbank lässt sich aber ein gewisses Unbehagen ablesen, da diese Massnahmen rasch – in einigen Fällen zu rasch – eingeleitet wurden und mit dem Risiko verbunden waren, Präzedenzfälle zu schaffen. Dieser Vorbehalt galt vor allem für den Kredit zugunsten Mexikos.¹

6.1.3 *Beteiligung an den AKV und Bundesbeschluss über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmassnahmen*

Mit der Schuldenkrise der 1980er Jahre wurde die Verwundbarkeit des internationalen Finanzsystems deutlich. Sie zeigte, dass auch Schwellenländer

1 SNB, Protokoll des Direktoriums (1982), 26. August, Nr. 446.

Tabelle 6.1
Substitutionszusagen für Überbrückungskredite (1982–1983)

Empfängerland	Jahr	Anteil der SNB (in Mio. US-Dollar)	Total (in Mio. US-Dollar)
Argentinien	1983	20	500
Brasilien	1982	30	1200
Jugoslawien	1983	40	300
Mexiko	1982	25	1250
Ungarn	1982	50	300

Quelle: SNB, Geschäftsbericht (verschiedene Jahre).

eine potenzielle Gefahr darstellten und dass die Mittel des IWF zur Abwehr dieser Gefahr möglicherweise nicht ausreichen könnten. Daher wurden die AKV – eine von zehn Industrieländern² mit Beteiligung der Schweiz zugunsten des IWF gewährte Kreditlimite – 1983 angepasst. Die dem IWF zur Verfügung gestellten Mittel stiegen dadurch von 6,4 Mrd. auf 17 Mrd. Sonderziehungsrechte (SZR). Der Kreis der potenziellen Empfänger wurde von den bisherigen Mitgliedern der AKV auf sämtliche IWF-Mitglieder ausgeweitet. Zugang zu den AKV erhielten Nicht-Mitglieder allerdings nur unter drei Bedingungen: Bedrohung der Stabilität des internationalen Finanzsystems, Mangel an ordentlichen Mitteln des IWF und Festlegung wirtschaftspolitischer Auflagen vor Gewährung eines Kredits durch den IWF.

Die Schweiz nutzte diese Revision, um Vollmitglied der AKV zu werden, nachdem sie diesen bereits seit 1964 als assoziiertes Mitglied angehört hatte (siehe 2.3.3). Zahlreiche Gründe sprachen für diesen Schritt: Die Schweiz hatte schon vor der Revision des Jahres 1983 einen bedeutenden finanziellen Beitrag geleistet, ohne an den Entscheiden zur Aktivierung der AKV formell teilnehmen zu können. Als Vollmitglied hingegen standen ihre Rechte und Pflichten miteinander im Einklang. Die Anpassung sah ausserdem eine Erweiterung der Anzahl der assoziierten Mitglieder vor; die Schweiz wollte diesen Status aber nicht mit anderen Ländern teilen.³ Die Vollmitgliedschaft wurde schliesslich auch als mögliche Alternative zu einem IWF-Beitritt angesehen, da die Schweiz dem IWF damals noch nicht angehörte. Als Vollmitglied der AKV tauschte die Schweiz in der Zehnergruppe (G10) ihren Beob-

2 Belgien, Deutschland, Frankreich, Grossbritannien, Italien, Japan, Kanada, Niederlande, Schweden und Vereinigte Staaten.

3 SNB, Protokoll des Direktoriums (1983), 13. Januar, Nr. 20.

achterstatus gegen einen Sitz. Die Nationalbank stand der Vollmitgliedschaft äusserst wohlwollend gegenüber. Den einzigen Nachteil sah sie darin, dass die Schweiz bei einer Aktivierung der AKV im Fall der Vollmitgliedschaft nicht mehr fallweise über ihre Beteiligung entscheiden konnte.

Mit diesem Schritt stieg der AKV-Anteil der Schweiz von 865 Mio. Schweizer Franken auf 1020 Mio. SZR oder 6%, was zu damaligen Kursen 2,3 Mrd. Franken entsprach. Für ein kleines Land wie die Schweiz stellte dies eine bedeutende Summe dar. Erklären liess sich dieser hohe Anteil mit dem starken Franken, welcher den – in Landeswährung umgerechneten – Anteil der Schweiz von 3,2% (1964) auf etwas über 6% (1983) steigen liess, ferner mit dem Ertragsbilanzüberschuss, den hohen Währungsreserven und dem Umstand, dass die Schweiz keinen Beitrag an die ordentlichen Mittel des IWF leistete. Mit dem hohen Anteil demonstrierte die Schweiz auch ihren Willen zur internationalen Zusammenarbeit.

Eine charakteristische Eigenschaft der schweizerischen Beteiligung an den AKV ist, dass als teilnehmende Institution die Nationalbank fungiert und dass diese den Beitrag der Schweiz finanziert. Um diese Funktion zu erfüllen, arbeitet sie mit dem Eidgenössischen Finanzdepartement (EFD) zusammen und informiert dieses über alle Geschäfte und über jeden Antrag auf Unterstützung des IWF. Das EFD stellt seinerseits die Schnittstelle zwischen Bund und Nationalbank dar. Herrschen zwischen Bund und Notenbank unterschiedliche Auffassungen, werden sie zwischen einer Delegation des Bundesrates und des Direktoriums der Nationalbank bereinigt. Die Garantie des Bundes für die von der Nationalbank im Rahmen der AKV gewährten Kredite wurde bei deren Revision im Jahre 1983 aufgehoben, da man der Ansicht war, dass die Rückstellungen der Notenbank inzwischen ausreichten, um derartige Risiken abzudecken. Der Beitritt der Schweiz zu den AKV erfolgte 1984; ihre Mitgliedschaft wurde seither alle fünf Jahre durch das Parlament erneuert.

Nachdem für die Beteiligung an den AKV eine spezifische gesetzliche Grundlage geschaffen worden war, wurde der Bundesbeschluss über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmassnahmen, der zuvor die Beziehungen zu den AKV geregelt hatte, 1984 angepasst und verlängert. Die Obergrenze für Kredite und Garantien wurde von 2000 Mio. auf 1000 Mio. Franken reduziert. Dafür erstreckte man die Bundesgarantie für die Verpflichtungen der Nationalbank nunmehr auch auf die Zinsen, wogegen zuvor nur die Kreditbeträge abgedeckt gewesen waren. Mit der Garantie wurde ein Zeichen für die politische Mitverantwortung des Bundes bei der Gewährung von Währungshilfe gesetzt. Dies schien deshalb angebracht, weil die Mitverantwortung des Bundes ansonsten nirgendwo deutlich zum Aus-

druck gekommen wäre. Bei den AKV ist die Mitverantwortung seither in Form einer spezifischen gesetzlichen Grundlage verankert.

Um Schwierigkeiten bei der Auslegung zu vermeiden, wurden die bei Anwendung des Bundesbeschlusses zu beachtenden Prinzipien in der zugehörigen Botschaft festgehalten. Diese Prinzipien haben den Zweck, eine klare Grenze zu Exportförderung und Entwicklungshilfe zu ziehen. Die Beteiligung der Nationalbank an der internationalen Währungshilfe zielte darauf ab, den internationalen Zahlungsverkehr zu erleichtern, einen Beitrag zur Verhinderung weltweiter Finanzkrisen zu leisten und die Stabilität der schweizerischen Bankwirtschaft sicherzustellen. Demgegenüber war der Gesetzgeber ausdrücklich nicht der Meinung, dass die SNB auch zur Finanzierung von Entwicklungshilfe oder Exportförderung herangezogen werden dürfe.⁴

Der Wunsch des Bundes, 1983 einen Kredit zugunsten Jugoslawiens zu gewähren, war ein Beispiel für das, was es unbedingt zu vermeiden galt. Der Bund vertrat damals die Auffassung, dass die Nationalbank in Verbindung mit der Lieferung schweizerischer Waren diesem Land einen Kredit von 100 Mio. US-Dollar gewähren sollte. Dieser Kredit war wesentlich stärker umstritten als die erwähnten Substitutionszusagen. Die Nationalbank war insbesondere der Ansicht, dass die Verknüpfung von Exportkrediten mit dem Bundesbeschluss über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmassnahmen ein Missbrauch der Währungshilfe und somit ein Verstoß gegen geltendes Recht sei.⁵ Der Kredit wurde auf Drängen des Bundes – und nach heftigen Diskussionen zwischen ihm und der SNB – schliesslich doch gewährt. Der Nationalbank gelang es immerhin, die vom Bund anfangs gehegten Vorstellungen etwas zu korrigieren. Im August 1983 gewährte sie Jugoslawien einen mittelfristigen Kredit von 80 Mio. US-Dollar. Dessen eine Hälfte diente zur Rückzahlung des Anteils der Nationalbank an einem im selben Jahr gewährten Überbrückungskredit, die andere Hälfte stellte einen ungebundenen Finanzkredit dar.

6.1.4 *Neue Substitutionszusagen*

In der zweiten Hälfte der 1980er Jahre hatte man noch immer keine Lösung für die Schuldenkrise gefunden. Die Nationalbank machte mit Bundesgarantie weiterhin Substitutionszusagen für Überbrückungskredite. Empfänger waren die drei grossen lateinamerikanischen Länder (Tabelle 6.2). Dabei stellte die Nationalbank fest, dass die Zugangsbedingungen für derartige Kre-

4 Botschaft (1984), S. 1491.

5 SNB, Protokoll des Direktoriums (1983), 13. Januar, Nr. 20.

Tabelle 6.2
Substitutionszusagen für Überbrückungskredite (1986–1995)

Empfängerland	Jahr	Anteil der SNB (in Mio. US-Dollar)	Total (in Mio. US-Dollar)
Argentinien	1987	20	500
	1987	14,25	475
	1988	12,5	500
	1995	35	1000
Brasilien	1988	12	500
Mexiko	1986	30	1100
	1989	20,2	1700

Quelle: SNB, Geschäftsbericht (verschiedene Jahre).

dite zunehmend lockerer gehandhabt wurden. So erhielt etwa Argentinien 1988 einen Überbrückungskredit, obwohl die Verhandlungen über den abzulösenden IWF-Kredit noch längst nicht abgeschlossen waren. Der Antrag für den Überbrückungskredit enthielt lediglich eine Mitteilung des IWF, dass dieser die von Argentinien zur Erlangung einer Zwischenfinanzierung eingeräumten Massnahmen unterstütze und zu Verhandlungen über einen neuen Kredit bereit sei. Zudem hatte die argentinische Regierung noch keinerlei Grundsatzserklärungen über ihre wirtschaftspolitischen Absichten abgegeben. Übrigens hätte dieser Überbrückungskredit teilweise mit Hilfe eines Darlehens der Weltbank zurückbezahlt werden sollen. Diese Transaktion war somit in mehrfacher Hinsicht problematisch, zumal der betreffende Kredit noch nicht genehmigt worden war und die Weltbank im Wesentlichen nur langfristige Kredite gewährt.⁶

Der Kredit wurde dann letztlich doch erteilt, obwohl die Nationalbank bereits im Februar 1987 geltend gemacht hatte, dass sie sich an derartigen Krediten grundsätzlich nur beteiligen würde, wenn drei Bedingungen erfüllt seien, nämlich eine gewisse Gefährdung des internationalen Finanzsystems, die Aussicht des betroffenen Landes auf den Abschluss eines Stand-by-Abkommens mit dem IWF und die Beteiligung einer repräsentativen Anzahl von Zentralbanken.⁷ Im September 1988 beantragte die Nationalbank zusammen mit anderen Zentralbanken im Rahmen der BIZ, dass die Grundsätze für die Vergabe von Überbrückungskrediten genauer überprüft würden.

⁶ SNB, Protokoll des Direktoriums (1988), 1. September, Nr. 394.

⁷ SNB, Protokoll des Direktoriums (1987), 26. Februar, Nr. 111.

Tabelle 6.3
Substitutionszusagen für Überbrückungskredite zugunsten mittel- und osteuropäischer Länder (1988–1991)

Empfängerland	Jahr	Anteil der SNB (in Mio. US-Dollar)	Total (in Mio. US-Dollar)
Jugoslawien	1988	10	250
Polen	1989	7,5	500
Rumänien	1991	10	300
Ungarn	1990	5	280

Quelle: SNB, Geschäftsbericht (verschiedene Jahre).

Die BIZ erarbeitete eine Reihe von Grundsätzen, aber die Vereinigten Staaten wehrten sich dagegen, dass diese für bindend erklärt wurden. In der Folge verweigerte die SNB zum Beispiel die Beteiligung an einem Überbrückungskredit zugunsten Venezuelas (1989) mit dem Argument, dieses Land weise in ihren Augen keinen unmittelbaren Liquiditätsbedarf auf.⁸

6.1.5 Mittelfristige Kredite für mittel- und osteuropäische Länder

Die radikalen politischen Umwälzungen, die sich Ende der 1980er und zu Beginn der 1990er Jahre in den Ländern Mittel- und Osteuropas abspielten, schwächten indirekt und vorübergehend auch deren Zahlungsbilanzen. Die internationale Gemeinschaft reagierte auf diese Herausforderungen auf unterschiedliche Weise.

Was die Nationalbank betrifft, so beteiligte sie sich an Substitutionszusagen für Übergangskredite (Tabelle 6.3). Diese Art von Währungshilfe fiel – streng genommen – nicht unter den Bundesbeschluss über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmassnahmen. So war nach Ansicht der SNB das internationale Währungssystem bei der Kreditzusage an Polen im Jahre 1989 durch die polnischen Zahlungsbilanzschwierigkeiten nicht gefährdet. Eine Beteiligung an diesem Kredit stellte daher zweifelsohne einen Präzedenzfall für eventuelle Kredite an andere osteuropäische Länder dar. Dennoch beteiligte sich die SNB an diesem Kredit, da die Transaktion unter den Auspizien des IWF stand, eine Substitutionszusage für einen Überbrückungskredit 1988 bereits an Jugoslawien gewährt worden war und sich alle anderen Länder der G10 ebenfalls beteiligten.

Im Rahmen internationaler Aktionen der OECD-Mitgliedstaaten (G24) vergab die Nationalbank zudem mittelfristige (meist siebenjährige) Kredite

8 SNB, Protokoll des Direktoriums (1989), 21. Dezember, Nr. 544.

Tabelle 6.4
Mittelfristige Kredite für mittel- und osteuropäische Länder (1991–2000)

Empfängerland	Jahr	Anteil der SNB (in Mio. US-Dollar)	Total (in Mio. US-Dollar)
Bulgarien	1993	32	800
	2000	12	350
Rumänien	1992	40	1000
	1993	7,2	180
Tschechoslowakei	1991	40	1000
Ungarn	1991	30	700

Quelle: SNB, Geschäftsbericht (verschiedene Jahre).

auf bilateraler Basis (Tabelle 6.4). Sie dienten dazu, die Sanierungsaufgaben des IWF zu unterstützen. Gleich wie den Substitutionszusagen für Überbrückungskredite begegnete die SNB auch diesen mittelfristigen Krediten mit Zurückhaltung. Zunächst äusserte sie Zweifel, ob derartige Kredite tatsächlich unter den Bundesbeschluss über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmassnahmen fielen. Schliesslich folgte sie aber der Argumentation des Bundes, indem sie feststellte, dass die erste Bedingung für die Anwendung dieses Bundesbeschlusses – nämlich schwer wiegende Störungen des internationalen Währungs- und Finanzsystems – nicht unabhängig von der dritten Bedingung gesehen werden könne. Letztere ermöglichte die Vergabe eines solchen Kredits an Länder, die keine Entwicklungshilfe erhielten, und war im vorliegenden Fall eindeutig erfüllt. Diese Kredite waren auch nicht an die Abnahme schweizerischer Güter oder Dienstleistungen geknüpft und wurden marktgerecht verzinst. Ausserdem gehörten sie zu einem Bündel internationaler Massnahmen, und ohnehin berief man sich jedesmal auf Präzedenzfälle.

6.1.6 Kurzfristige Zusatzkredite

Ab Mitte der 1990er Jahre nahmen die Finanzkrisen der Schwellenländer neue Ausmasse an. Nicht nur die Ertragsbilanzdefizite, sondern auch die Defizite der Kapitalverkehrsbilanzen bereiteten Probleme. In der Regel konnten diese Länder ihre meist kurzfristige Aussenverschuldung nicht mehr zu tragbaren Bedingungen refinanzieren. Die Währungshilfe beanspruchte bedeutend grössere Summen als früher und änderte sich in ihrer Form grundlegend. Nun ging es nicht mehr um Überbrückungskredite, die anschliessend von Mitteln aus einer anderen Finanzierungsquelle abgelöst wurden,

sondern um Darlehen, die – über die Kredite des IWF, der Weltbank und der regionalen Entwicklungsbanken hinaus – zusätzlich zur Verfügung gestellt wurden.

Als erstes Land erhielt Mexiko im Februar 1995 einen derartigen Währungskredit. Die Nationalbank gab eine Substitutionszusage über 120 Mio. US-Dollar für einen Zusatzkredit der BIZ von insgesamt 10 Mrd. US-Dollar. Dieser Kredit wurde von den Vereinigten Staaten als Teil eines Finanzierungspakets von rund 50 Mrd. US-Dollar seitens der USA, Kanadas und des IWF vorgeschlagen und durchgesetzt. Die Frage der Sicherheiten für die Rückzahlung wog in diesem Fall bedeutend schwerer als bei den Überbrückungskrediten. Zum einen war vorgesehen, dass der Kredit der BIZ nach demjenigen der Vereinigten Staaten und Kanadas in Anspruch genommen werden und seine Rückzahlung vorrangig erfolgen sollte. Zum anderen durfte Mexiko die ihm bei der BIZ zustehenden Kredite gar nicht verwenden; sie waren deshalb in deren Büchern gesperrt, womit diese Kreditzusage auf ein blosses Window-Dressing hinaus lief. Im Nachhinein äusserte die Nationalbank Zweifel am Sinn einer solchen Hilfe: Das internationale Finanzsystem war nicht in Gefahr, anders als 1982 lagen keine systemischen Risiken vor, und bei den Gläubigern handelte es sich in erster Linie um institutionelle Anleger. Darum wäre eine marktkonforme Lösung mit entsprechenden Verlusten für die Anleger, einer Reduktion der mexikanischen Währungsreserven, einer Abwertung des Peso und dem Ergreifen glaubwürdiger wirtschaftspolitischer Massnahmen durch die mexikanische Regierung vorzuziehen gewesen.⁹

Im Januar 1998 gewährte die Nationalbank einen Kredit von 312,5 Mio. US-Dollar an Südkorea. Er war Teil einer grossen internationalen Operation im Gesamtumfang von 57,5 Mrd. US-Dollar, wovon 23 Mrd. US-Dollar auf eine Reihe von Ländern entfiel, zu denen auch die Staaten der G10 zählten. Die Kreditgewährung erfolgte auf bilateraler Basis und wurde durch die BIZ koordiniert. Die SNB verlangte eine Gleichbehandlung der Gläubiger bei den Ziehungen und eventuellen Kreditverlängerungen, bei den Rückzahlungen und bei den Sicherheiten. Sie konnte sich jedoch nur mit den letzten beiden Forderungen durchsetzen.¹⁰ Angesichts der wirtschaftlichen Schwierigkeiten, in denen sich Südkorea damals befand (hohe kurzfristige Aussenverschuldung, starke Abwertung der Währung), und des systemischen Risikos, das dieses Land möglicherweise darstellte, beteiligte sich die Schweiz – trotz der vorhandenen Risiken – an dieser Zusatzfinanzierung. Ausserdem hatte sich

9 SNB, Protokoll des Direktoriums (1995), 23. März, Nr. 148.

10 SNB, Protokoll des Direktoriums (1998), 16. April, Nr. 184.

der IWF bereits stark in diesem Land engagiert, und ein Rückgriff auf die AKV hätte deren Ressourcen fast völlig erschöpft.

Im November desselben Jahres nahm die Nationalbank auch an einer Finanzhilfe zugunsten Brasiliens teil. Sie gab eine Substitutionszusage über 250 Mio. US-Dollar für einen Zusatzkredit der BIZ im Gesamtbetrag von 14,5 Mrd. US-Dollar. Dieser Zusatzkredit gehörte zu einer Finanzhilfe von rund 42 Mrd. US-Dollar, die vom IWF und anderen internationalen Finanzinstitutionen gewährt worden war. In diesem Fall stellte die Nationalbank die Sachdienlichkeit der Transaktionen ebenfalls in Frage. Das Hilfspaket war mit einem Stabilisierungsprogramm verbunden, das auf eine Abwertung verzichtete und ausländischen Investoren half, die Verluste zu reduzieren. In den Augen der Nationalbank hatten vor allem die Vereinigten Staaten offensichtlich ein grosses Interesse an diesem Paket. Aber auch die Schweizer Banken und die schweizerische Wirtschaft waren stark in Brasilien engagiert, so dass sie eine Unterstützung dieses Landes begrüsstten.¹¹

Der im Bundesbeschluss über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmassnahmen festgelegte Höchstbetrag war nach diesen – vom Bund jeweils garantierten – Zusagen fast ausgeschöpft. 1999 wurde er von 1000 Mio. Franken auf 2000 Mio. Franken erhöht, wobei sich die Frage nach der Bundesgarantie erneut stellte. Aus drei Gründen schien deren Beibehaltung angebracht: Erstens war anzunehmen, dass die Schweiz weiterhin an internationalen Hilfsmassnahmen teilnehmen würde, auch wenn nicht unbedingt eine Bedrohung des internationalen Währungssystems vorliegen sollte. Zweitens kommt dem Bund beim Entscheid über solche Kredite ein grösseres Gewicht zu als der Nationalbank. Drittens fliessen der SNB aus den Währungsreserven Erträge zu, die im Zuge der Gewinnverteilung nur zu einem Teil an den Bund gehen. Daher würde die Verwendung dieser Reserven zur Währungshilfe ohne Bundesgarantie das Problem des Moral Hazard aufwerfen. Mit der Bundesgarantie wurde somit ein Gegengewicht in dieser unausgeglichenen Lage geschaffen.¹²

6.1.7 Beteiligung an den Neuen Kreditvereinbarungen

Nach der Mexiko-Krise des Jahres 1995 erkannte der IWF, dass seine Mittel begrenzt waren. Der damalige Generaldirektor vertrat die Ansicht, dass der Fonds weitere Geldquellen erschliessen müsse, da ähnliche Situationen nicht ausbleiben würden. Die Vereinigten Staaten teilten diesen Standpunkt,

11 SNB, Protokoll des Direktoriums (1998), 5. November, Nr. 464.

12 SNB, Protokoll des Direktoriums (1999), 14. Januar, Nr. 18.

wollten die Ressourcen des IWF aber nicht über eine Ausdehnung der Quoten erhöhen. Daher konzentrierte man sich auf eine Erweiterung des Mitgliederkreises der AKV bzw. auf die Schaffung einer Parallelvereinbarung. Die meisten Mitglieder der G10 einschliesslich der Schweiz wollten ihre Entscheidungsfreiheit beibehalten sowie Rolle und Funktion der G10 nicht gefährden. Sie setzten sich daher für eine neue Vereinbarung parallel zu den AKV ein. Die Anwärter auf eine Mitgliedschaft hätten es demgegenüber vorgezogen, den bestehenden AKV beizutreten. Schliesslich wurde entschieden, die AKV unverändert zu belassen und die neuen Mittel – einschliesslich der Mittel der AKV – in eine Parallelvereinbarung einzubringen. So entstanden die NKV.

Die NKV funktionieren im Wesentlichen gleich wie die AKV. Sie bilden eine Kreditlinie, die der IWF bei Bedarf in Anspruch nehmen kann. Ihre Gesamthöhe beträgt 34 Mrd. SZR.¹³ Im Rahmen dieser neuen Vereinbarungen hat jeder Teilnehmer – proportional zu seinem Anteil an den gesamten Kreditzusagen – die gleichen Rechte und Pflichten.¹⁴

Wie bei den AKV fungiert die Nationalbank auch bei den NKV als teilnehmende Institution. Ihr Anteil beträgt 1557 Mio. SZR, was 4,6% der Gesamtmittel entspricht. Gleich wie bei den AKV leistet der Bund keine Garantie. Die NKV wurden 1998 im Rahmen eines IWF-Kredits an Brasilien zum ersten Mal beansprucht. Die Tranche der Nationalbank (455 Mio. SZR) fiel dabei höher aus als ihre theoretische Quote (etwa 5% des Gesamtkredits), da einige Länder an dieser Massnahme nicht teilnehmen konnten. Die Aktivierung erfolgte, bevor der interne Entscheidungsprozess bei Bundesverwaltung und Nationalbank geregelt war. Dennoch verlief sie reibungslos, da das Verfahren analog zum Vorgehen bei den AKV durchgeführt wurde. Die Erneuerung der NKV fällt in die Zuständigkeit des Bundesrates; sie wurden zum ersten Mal im Jahr 2003 verlängert.

6.1.8 Beiträge der Nationalbank an die Fazilitäten des IWF für die ärmsten Länder

Seit Mitte der 1980er Jahre engagiert sich der IWF zunehmend in den Ländern mit geringem Einkommen. An sie gewährt er langfristige Kredite zu günstigeren Konditionen, als sie am Markt erhältlich sind. Zu diesem Zweck hat der Fonds besondere Fazilitäten geschaffen (siehe 6.2.7), die er treuhän-

13 Der Anteil der AKV ist in dieser Limite bereits enthalten.

14 Zu den ursprünglichen Teilnehmern der NKV zählen ausser den G10-Mitgliedern Australien, Dänemark, Finnland, die Monetary Authority von Hongkong, Kuwait, Luxemburg, Malaysia, Norwegen, Österreich, Saudi-Arabien, Singapur, Spanien, Südkorea und Thailand. Im Jahr 2003 trat Chile bei.

derisch verwaltet. Das Kapital und die Zinsverbilligung für diese Fazilitäten werden nicht aus den üblichen Mitteln des Fonds finanziert, sondern aus ausserordentlichen Mitteln oder aus bilateralen Beiträgen von Mitgliedstaaten.

Die SNB beteiligte sich 1995 mit 151,7 Mio. SZR an der Erweiterten Strukturanpassungs-Fazilität (ESAF), die 1999 in Armutsbekämpfungs- und Wachstums-Fazilität (PRGF) umbenannt wurde, sowie an der Interims-PRGF (2001: 250 Mio. SZR). Der Bund hatte eine Beteiligung der Nationalbank ausdrücklich gewünscht. Angesichts der angespannten Finanzlage des Bundes und der beabsichtigten Konsolidierung des Status der Schweiz innerhalb des IWF ging die Nationalbank auf diesen Wunsch ein. Mit Blick auf die Art der Empfängerländer, die Laufzeit und die Verzinsung der über diese Fazilitäten finanzierten Kredite machte sie ihre Teilnahme allerdings von einigen Bedingungen abhängig. Da sie die Entwicklungshilfe weder finanzieren durfte noch wollte, verlangte sie insbesondere, dass der Bund die Rückzahlung der dem IWF zur Verfügung gestellten Mittel garantiere und zu marktüblichen Konditionen verzinsse. Beide Bedingungen wurden vom Bund akzeptiert.

6.1.9 Neuer rechtlicher Rahmen und Unterstützung der Mitglieder der schweizerischen Stimmrechtsgruppe beim IWF

2004 wurde ein neuer rechtlicher Rahmen für die Gewährung von Währungshilfe geschaffen. Obwohl man das alte Recht im Laufe der Jahre mehrfach angepasst hatte, war es in mancher Hinsicht ungenügend geblieben. Erstens konnte die Kreditvergabe an mittel- und osteuropäische Länder zu Beginn der 1990er Jahre nur dank einer extensiven Auslegung des Bundesbeschlusses über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmassnahmen erfolgen. Zweitens fehlte eine allgemeine rechtliche Grundlage für die Beteiligung der Schweiz an den IWF-Fazilitäten zugunsten der ärmsten Länder; jede einzelne Beteiligung musste daher durch einen Bundesbeschluss ad hoc geregelt werden. Drittens hatte die Schweiz bei der Unterstützung der Länder ihrer Stimmrechtsgruppe im IWF zunehmend mit Problemen zu kämpfen. Als die Nationalbank beispielsweise die Quoten mehrerer dieser Länder in Form von Innertagskrediten vorschoss, musste sie sich auf eine nicht dafür vorgesehene Gesetzesnorm abstützen.¹⁵ Die SNB half auch bei der Behebung von Zahlungsrückständen Jugoslawiens gegenüber dem IWF mit einem Überbrückungskredit aus, für den der Bund im Rahmen des Bundesbeschlusses über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmassnahmen garantierte und für den man Norwegen nur deshalb um

¹⁵ Klauser (1987), S. 145.

Beteiligung ersuchen musste, damit das vom Gesetz geforderte Kriterium der Multilateralität formell erfüllt war. Im Jahr 2000 sah sich die Nationalbank schliesslich gezwungen, Tadschikistan die Finanzierung eines Überbrückungskredits zu verweigern, den dieses Land bis zur Auszahlung eines Folgekredits der Europäischen Union benötigte, da keine der im genannten Bundesbeschluss vorgegebenen Bedingungen erfüllt waren: Das internationale Währungssystem war nicht bedroht, Tadschikistan war ein Entwicklungsland, und es ging um einen bilateralen anstelle eines multilateralen Kredits. 2001 gab die Nationalbank einem Antrag Jugoslawiens auf einen Überbrückungskredit ebenfalls einen abschlägigen Bescheid. Diese Ablehnungen waren zwar juristisch korrekt, liefen aber den Interessen zweier Mitglieder der schweizerischen Stimmrechtsgruppe beim IWF und somit auch den Interessen der Schweiz als Protagonistin auf dem internationalen Währungsparkett zuwider.

Zur Lösung dieser Probleme hat das Parlament im Jahr 2004 ein Gesetz über die Währungshilfe (WHG) verabschiedet, das an die Stelle des Bundesbeschlusses über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmassnahmen trat. Es ordnet die Beteiligung der Schweiz an Finanzhilfen, die zur Vorbeugung oder Korrektur ernsthafter Störungen des internationalen Währungssystems (systemische Hilfe) gedacht sind. Zudem regelt es die Vergabe von Krediten an Länder, mit welchen die Schweiz eng zusammenarbeitet (vorab die Mitglieder der schweizerischen Stimmrechtsgruppe beim IWF) und die Beteiligung an Sonderfonds des IWF, insbesondere zur Finanzierung von Krediten mit vergünstigten Zinsen zugunsten einkommensschwacher Länder. Das Gesetz sieht vor, dass die Nationalbank die Kredite zur Hilfe bei systemischen Krisen finanziert und dass diese Kredite eine Rückzahlungsgarantie des Bundes geniessen. Die kurz- bzw. mittelfristigen Kredite an Länder, mit denen die Schweiz eng zusammenarbeitet, werden vom Bund finanziert. Auf Antrag des Bundesrats kann sich die Nationalbank an der Finanzierung von Sonderfonds des IWF beteiligen, falls der Bund die Rückzahlung der Kredite garantiert und die Subventionierung der Zinsen übernimmt.¹⁶ Für die ersten beiden Anwendungsbereiche – Hilfe bei systemischen Krisen und Kredite an Länder, mit welchen die Schweiz eng zusammenarbeitet – fanden EFD und Nationalbank sogleich eine Lösung zur Aufgabenverteilung. Bei der Beteiligung an den Sonderfonds des IWF war dies nicht der Fall. Anfangs wollte die Nationalbank die Revision des rechtlichen Rahmens für die Währungshilfe dazu nutzen, sich von der Finanzierung dieser Fonds zu befreien, da sie der Ansicht war, dass Entwicklungsfragen nicht in ihre

16 Botschaft (2003), S. 4792.

Kompetenz fielen. Das EFD wies demgegenüber darauf hin, dass der Beitrag der Nationalbank in diesen Fällen lediglich eine Blockierung von Währungsreserven bedeutete, da die Kredite zu Marktkonditionen verzinst und vom Bund garantiert würden. Zudem bezog sich das EFD auf die Beteiligungen der Nationalbank an der PRGF und der Interims-PRGF als Präzedenzfälle.¹⁷

Die Nationalbank hätte sich aus der Finanzierung der Sonderfonds gerne zurückgezogen, da das neue Nationalbankgesetz ihr in ihrem angestammten Bereich erweiterte Kompetenzen zuweist. Aufgrund dieses Gesetzes kann sie nämlich Kredite gegen Sicherheiten (etwa Swaps) und Übergangskredite vergeben, falls die damit verbundenen Risiken gering sind.¹⁸ Bei der Gewährung von Überbrückungskrediten sind zwei Bedingungen zu erfüllen: Erstens hat eine Institution mit untadeliger Solvenz bei Vertragsabschluss zu bestätigen, dass sie nach Ablauf des Kredits die Anschlussfinanzierung übernimmt, und zweitens darf die Laufzeit eines Überbrückungskredits sechs Monate nicht überschreiten. Für solche Kredite bürgt der Bund nicht. Obwohl sich der Bund hier also nicht engagiert, müssen Nationalbank und Bund zusammenarbeiten, da die Gewährung von Krediten durch die Nationalbank mit der Aussenpolitik des Bundes im Einklang stehen muss.

Mit dem WHG ist das schweizerische Währungshilferecht vervollständigt worden. Das Gesetz ergänzt in wesentlichen Punkten das Nationalbankgesetz, die Bundesbeschlüsse über den Beitritt zu den AKV und NKV sowie das Bundesgesetz über die Mitwirkung der Schweiz an den Institutionen von Bretton Woods.

6.2 Die Schweiz und der Internationale Währungsfonds

ROBERTO CIPPÀ

6.2.1 Einleitung

Am 29. Mai 1992 unterzeichnete Bundesrat Otto Stich das Übereinkommen über den Internationalen Währungsfonds¹⁹ (IWF) im Namen der Schweiz, die damit zum 164. Mitgliedsland dieses Gremiums wurde. Beinahe ein halbes Jahrhundert lang hatte die Schweiz auf eine Mitgliedschaft bei den Bretton-Woods-Institutionen verzichtet, obwohl sie die gleichen Ziele ver-

17 SNB, Protokoll des Direktoriums (2003), 16. Januar, Nr. 25.

18 Botschaft (2002), S. 6200f.

19 Articles of Agreement (1993).

folgte und der Ansicht war, dass die Interessen eines kleinen Landes in einem internationalen System multilateraler Zusammenarbeit grundsätzlich am Besten aufgehoben seien. Nicht fundamentale Meinungsverschiedenheiten über die Aufgabe oder Tätigkeit des Fonds hatten die Schweiz vom Beitritt abgehalten, sondern der Wunsch, einige Besonderheiten ihres wirtschaftlichen und finanziellen Umfelds zu schützen (siehe 2.3.3).²⁰ Erst 1982 kam der Bundesrat zum Schluss, dass die Vorteile einer Vollmitgliedschaft die damit verbundenen Nachteile überwiegen würden und dass es im Interesse der Schweiz liege, sowohl dem IWF als auch der Weltbank beizutreten. Konkrete Massnahmen liessen allerdings noch einige Zeit auf sich warten, da die Priorität damals beim Beitritt zu den Vereinten Nationen (UNO) lag. Dieser politische Entscheid und die heftige Ablehnung des UNO-Beitritts in der Volksabstimmung vom März 1986 führten dazu, dass die Diskussion über den Beitritt zu den Bretton-Woods-Institutionen erst wieder gegen Ende der 1980er Jahre auf die politische Tagesordnung kam. Am 5. Juni 1990 wurden schliesslich die formellen Anträge für den Beitritt zum IWF und zur Weltbank in Washington eingereicht.

In den zehn Jahren, die dem Beitritt vorausgegangen waren, blieb die Zusammenarbeit zwischen der Schweiz und den Bretton-Woods-Institutionen, insbesondere dem IWF, intensiv. Zwei Ereignisse – der Erwerb der vollen Mitgliedschaft bei den Allgemeinen Kreditvereinbarungen (AKV) im Jahre 1984 (siehe 6.1.3) und die Teilnahme an der Erweiterten Strukturadaptations-Fazilität (ESAF) des IWF im Jahre 1988 – hatten in der Schweiz heftige politische Dispute über Rolle und Funktion der Bretton-Woods-Institutionen ausgelöst. Sie legten die Basis für die eigentliche Diskussion, die 1991 geführt wurde.

Anlässlich des Beitritts zu den AKV waren Rolle und Tätigkeit des IWF erstmals in der Schweiz Gegenstand einer Parlamentsdebatte. Trotz heftiger Opposition von beiden Seiten des politischen Spektrums trat die Schweiz diesen schliesslich als elftes Mitglied bei. In mancher Hinsicht liess diese Erfahrung bereits die Probleme erahnen, die in der Debatte über die Mitgliedschaft bei den Bretton-Woods-Institutionen auftreten sollten. Dabei war der AKV-Beitritt insofern einfacher, als er in die alleinige Zuständigkeit des Parlaments fiel und keine Möglichkeit zu einem Referendum bestand. Es wurde klar, dass sich ein Beitritt zu den Bretton-Woods-Institutionen aus-

20 Eine umfassende Beschreibung der Auffassungen über die Vor- und Nachteile eines Beitritts zu den Institutionen von Bretton Woods in den Jahren 1946–1982 findet sich bei Kaeser (2004).

erst schwierig gestalten würde. Daher und angesichts der Befürchtung, eine Ablehnung könnte die Beziehungen zum IWF gefährden, sah sich die Nationalbank im Lager derer, die in der Vollmitgliedschaft bei den AKV eine praktikable Alternative zum IWF-Beitritt sahen, zumal die Beziehungen zum Fonds damals insgesamt als gut, wenn vielleicht auch nicht in allem als voll befriedigend angesehen wurden. Diese Einschätzung wurde auch dadurch beeinflusst, dass die SNB die Schweiz bei den AKV alleine repräsentierte, während ihre Rolle bei einer Mitgliedschaft beim IWF zugunsten des Bundes beschnitten worden wäre. Die Zustimmung der Schweiz zu einem Beitrag von 200 Mio. Sonderziehungsrechten (SZR) zur Unterstützung der ESAF im Jahre 1988 stellte die zweite umfangreiche Kooperation mit dem Fonds im Jahrzehnt vor dem Beitritt dar. Sie leistete einen entscheidenden Beitrag dazu, die Bedenken der Nichtregierungsorganisationen (NGOs) dem Fonds gegenüber zu überwinden und deren Zustimmung zu einem Beitritt zu gewinnen.

6.2.2 Das Beitrittsverfahren

Nur drei Jahre nach dem Rückschlag an der Abstimmung über den UNO-Beitritt wurde die Frage der Mitgliedschaft bei den Bretton-Woods-Institutionen erneut auf die politische Tagesordnung gesetzt. Da es sich um eine komplexe Frage handelte und man sich im Klaren war, dass sowohl intern als auch extern ein harter Kampf bevorstand, schien ein vorsichtiges Vorgehen angebracht. Im ersten Halbjahr 1990 unternahm die Schweiz eine diplomatische Erkundungsmission unter den Mitgliedern der Zehnergruppe (G10) und anderen Ländern, um herauszufinden, ob die Bedingungen der Schweiz für einen Beitritt zu IWF und Weltbank realistisch und durchsetzbar wären. Die Hauptbedingung war eine Quote, die ausreichte, um eine eigene Stimmrechtsgruppe führen und schweizerische Exekutivdirektoren für beide Institutionen stellen zu können. Die Nationalbank teilte die vorherrschende Ansicht, dass sich der Aufwand für den Beitritt nur bei einer direkten Vertretung in den Entscheidungsgremien der Bretton-Woods-Institutionen rechtfertigen würde. Anderenfalls wäre der Status quo vorzuziehen. Obwohl die Erkundungsmission nicht die erwünschten Garantien für eine angemessene Vertretung gebracht hatte, zeigte sich doch deutlich, dass die Schweiz in der internationalen Gemeinschaft noch immer auf grosses Wohlwollen zählen konnte und dass eine gute Erfolgchance bestand. Daher beschloss der Bundesrat, einen Schritt weiterzugehen, und stellte am 5. Juni 1990 an IWF und Weltbank einen formellen Beitrittsantrag.

Die Anstrengungen, um eine politisch akzeptable Mitgliedschaft in den Bretton-Woods-Institutionen zu erreichen, umfassten dreierlei: Erstens galt

es, eine hohe Quote zu erzielen. Zweitens war im Inland die notwendige Unterstützung zunächst im Parlament und danach – für den Fall eines Referendums – in der breiten Bevölkerung zu finden. Drittens musste die Schweiz Länder identifizieren, die bereit waren, unter ihrer Leitung eine Stimmrechtsgruppe zu bilden, denn sie konnte realistischerweise nicht davon ausgehen, alleine in den Exekutivgremien Einsitz zu nehmen.

6.2.3 Verhandlungen über eine hohe Quote

Im Juni 1990 besuchte eine Delegation des IWF die Schweiz im Rahmen einer Informationsmission, um die Unterlagen zur Berechnung der Quote zu sammeln. Die Schweiz war von allem Anfang an ein Sonderfall, weshalb das gängige Verfahren zur Quotenberechnung nicht angewendet werden konnte. Die einzigartige Position der Schweiz in finanzieller und monetärer Hinsicht wie auch ihre Rolle als Kreditgeberin und ihre grosszügigen Beiträge an zahlreiche multilaterale Hilfsmassnahmen in der Vergangenheit sprachen für eine relativ hohe Quote. Dennoch erwiesen sich die Verhandlungen innerhalb des im August 1990 gebildeten Mitgliedschaftsausschusses des Exekutivrats als unerwartet komplex. Es bedurfte – was noch nie vorgekommen war – fünf turbulenter Sitzungen, und der mit der Wahrung der schweizerischen Interessen betraute französische Exekutivdirektor, Jean-Pierre Landau, musste alle Register ziehen, um im Rat einen Konsens zu finden. Vor allem leisteten jene Länder Widerstand, die eine grössere Umstrukturierung der Vertretungen im Exekutivrat für den Fall befürchteten, dass dem Antrag der Schweiz auf eine hohe Quote stattgegeben würde. Diese Sorgen verflüchtigten sich erst, als die Schweiz öffentlich versicherte, dass sie nie auf Kosten des schwächsten Mitglieds – und insbesondere nicht durch Verdrängung einer Stimmrechtsgruppe von Entwicklungsländern – Einsitz in den Exekutivrat nehmen würde. Am 20. März 1991 legte der Exekutivrat des IWF die Quote der Schweiz auf 1,7 Mrd. SZR fest, was 1,73% der Stimmen entsprach. Obwohl die Quote nicht so hoch ausgefallen war wie erhofft (man war ursprünglich von 2,1 Mrd. SZR ausgegangen), erachtete die Schweiz sie als ausreichend, um weiterhin auf eine angemessene Vertretung hoffen zu können. Der Bundesrat beschloss daher in Übereinstimmung mit der Nationalbank, den nächsten Schritt zu tun.

6.2.4 Auf der Suche nach interner Unterstützung

Sobald der Kampf um die Quote ausgefochten war, lief in der Schweiz eine intensive Informationskampagne an, um die Unterstützung im Inland zu gewinnen. Für die beiden Kammern des Parlaments wurden Unterlagen er-

stellt.²¹ Eher überraschend unterstützte der Ständerat das Projekt einstimmig. Die Zustimmung bedeutete auch die Annahme von Artikel 6 des entsprechenden Bundesgesetzes²², der von den NGO auf breiter Front mitgetragen wurde und der festlegte, dass jeder Entscheid der Schweiz innerhalb des IWF oder der Weltbank die Grundsätze und Ziele der schweizerischen Entwicklungspolitik zu widerspiegeln habe. Die Behandlung im Nationalrat erwies sich allerdings als bedeutend mühsamer. Wie erwartet, versuchten nationalistische Gruppierungen mit aller Macht, den Status quo zu verteidigen und die Mitgliedschaft abzulehnen, die sie im Vergleich zu den unsicheren Vorteilen als übermässig teuer einstufte. Zudem kritisierten einige linksgerichtete parlamentarische Gruppierungen den IWF hart für seine Politik gegenüber ärmeren Ländern und forderten statt eines Beitritts nachdrücklich den Ausbau der bilateralen schweizerischen Hilfe. Aber selbst im Nationalrat stand der positive Ausgang der Debatte nie in Frage. Schliesslich stimmten auch drei Viertel des Nationalrats dem Gesetzesvorschlag und damit der Mitgliedschaft zu.²³

Die überraschend starke Unterstützung im Parlament reichte jedoch nicht aus, um das Referendum zu verhindern. Der Kampf war daher noch nicht vorüber. Erneut galt es, eine Aufklärungskampagne zu lancieren, um nun die breite Öffentlichkeit umfassend zu informieren. Diese Aufgabe war nicht einfach, und der noch nicht weit zurückliegende Misserfolg eines UNO-Beitritts wirkte keineswegs ermutigend. Das Referendum warf zudem zwei weitere Probleme auf: Erstens war die Bildung einer eigenen Stimmrechtsgruppe – an sich schon ein schwieriges Unterfangen, insbesondere für ein Neumitglied – wegen der andauernden Unsicherheit über das Endergebnis des ganzen Prozesses stark erschwert. Verständlicherweise zögerten andere Länder, sich einer Gruppe unter Führung der Schweiz anzuschliessen, solange die Mitgliedschaft der Schweiz nicht definitiv feststand. Zweitens wurde der

21 Botschaft (1991).

22 Bundesgesetz über die Mitwirkung der Schweiz an den Institutionen von Bretton Woods vom 4. Oktober 1991, AS 1992 2567 ff.

23 Zusätzlich zum Bundesgesetz von 1991 wurden am 4. Oktober 1991 zwei weitere Beschlüsse in Kraft gesetzt: Mit dem Bundesbeschluss über den Beitritt der Schweiz zu den Institutionen von Bretton Woods (BBl 1991 III 1596) wurde die Mitgliedschaft genehmigt und dem Bundesrat grünes Licht für die Fortführung des Aufnahmeverfahrens gegeben, während der Bundesbeschluss über einen Rahmenkredit für die Finanzierung der schweizerischen Beitragsleistungen an die Internationale Bank für Wiederaufbau und Entwicklung, die Internationale Entwicklungsorganisation und die Internationale Finanz-Corporation (BBl 1991 IV 208) einen Rahmenkredit von 4986 Mio. Franken ermöglichte, mit dem die Mitgliedschaft in der Weltbankgruppe finanziert wurde. Zur Finanzierung der Mitgliedschaft im IWF bedurfte es keines weiteren Beschlusses, da es sich hier um eine Aufgabe der Nationalbank handelte.

Zeitrahmen angesichts des Referendums immer enger. Eine Durchführung der Volksabstimmung Anfang 1992 war unabdingbar, wenn man den Termin für die Wahl der Exekutivdirektoren von 1992 nicht verpassen wollte. Dieser Termin war von besonderer Bedeutung, weil sich abzeichnete, dass zahlreiche Länder der ehemaligen Sowjetunion bis zu diesem Zeitpunkt dem Fonds beitreten würden. Dies war eine einmalige Gelegenheit, um sich die Unterstützung zumindest einiger dieser Länder zu sichern. Immer mehr setzte sich die Ansicht durch, dass dies die letzte Chance der Schweiz sein würde, eine eigene Stimmrechtsgruppe zu bilden.

In der Abstimmung vom 17. Mai 1992 sprachen sich – entgegen allen Erwartungen – 56% der Bevölkerung und die überwiegende Mehrheit der Kantone für den Beitritt aus. Keine vierzehn Tage später war die Schweiz Mitglied von IWF und Weltbank.

6.2.5 Neue Stimmrechtsgruppe und zusätzlicher Sitz im Exekutivrat

Nachdem nun die Mitgliedschaft und eine relativ hohe Quote sichergestellt waren, hatte die Schweiz deutlich bessere Aussichten, eine eigene Stimmrechtsgruppe zu bilden. Dennoch erforderte auch die letzte Phase ein grosses Engagement. Mehrheitlich war man der Auffassung, dass die Homogenität der Mitgliedsländer massgeblich für die Effizienz einer Stimmrechtsgruppe sei. Eine ideale Lösung für die Schweiz sah man daher vielerorts in einer aus mehreren kleinen mitteleuropäischen Staaten gebildeten Stimmrechtsgruppe. Die schweizerischen Unterhändler mussten jedoch bald erkennen, dass Stimmrechtsgruppen relativ stabil sind und dass es im IWF nicht üblich ist, bei anderen Stimmrechtsgruppen Mitglieder abzuwerben. Die gewünschte Homogenität hätte sich nur durch den Beitritt zu einer bereits bestehenden Stimmrechtsgruppe erreichen lassen. Dies stand aber dem Hauptziel der Schweiz, nämlich selbst eine Stimmrechtsgruppe zu führen und in den Entscheidungsgremien der Bretton-Woods-Institutionen ständig und direkt vertreten zu sein, diametral entgegen. Nach intensiven Verhandlungen fand man schliesslich eine Lösung, die dem Ziel entsprach. Sie bestand in der Bildung einer Stimmrechtsgruppe, die sich aus Polen und vier Staaten der ehemaligen Sowjetunion zusammensetzte, die kurze Zeit zuvor unabhängig geworden waren, nämlich: Aserbeidschan, Usbekistan, der Kirgisischen Republik und Turkmenistan.

Das zweite Hindernis für die Schweiz lag in der Grösse des Exekutivrats. Bis 1992 zählte er 22 Sitze. Bei Verzicht auf eine Ratserweiterung und vor dem Hintergrund der bestehenden Konstellation von Allianzen hätte die Schweiz einen Sitz nur auf Kosten einer Gruppe von Entwicklungsländern erhalten können. Diese Option hätte gegen ihre ursprünglichen Erklärungen bei der

Verhandlung über die Quote verstossen und wäre auch für andere IWF-Mitglieder nicht akzeptabel gewesen. Die Alternative, d. h. ein temporärer Rückzug bis zu den Wahlen des Jahres 1994, war für die Schweiz nicht annehmbar. Die einzige mögliche Lösung bestand darin, die Exekutivrate von IWF bzw. Weltbank um je einen weiteren Sitz zugunsten der Schweiz zu vergrössern, nachdem schon für Russland ein 23. Sitz geschaffen worden war. Die Anzahl Sitze würde sich dann auf 24 belaufen. Wie die heftige Opposition der USA gegen diese Erweiterung schliesslich überwunden wurde, ist nicht ganz klar; meistens werden aber die Entschlossenheit der Schweiz und die starke Unterstützung durch Polen als entscheidende Faktoren genannt.

Nach 1992 wurde die von der Schweiz geleitete Stimmrechtsgruppe zweimal erweitert: 1993 wurde Tadschikistan aufgenommen. Interne politische Wirren hatten dazu geführt, dass dieses Land den Termin von 1992 verpasst hatte. Im Jahr 2000 trat die Bundesrepublik Jugoslawien der Stimmrechtsgruppe bei.²⁴ Ende 2006 betrug der Anteil der von der Schweiz angeführten Stimmrechtsgruppe 2,80% der im IWF vertretenen Stimmen, womit sie Rang 18 unter den 24 Sitzen im Exekutivrat belegte.

6.2.6 Die Schweiz als IWF-Mitglied

Nach Inkrafttreten der neunten allgemeinen Quotenüberprüfung im November 1992 wurde die Quote der Schweiz von 1,7 Mrd. SZR auf 2,47 Mrd. SZR erhöht. 1999 nahmen die Mittel des Fonds im Rahmen der elften Überprüfung um weitere 45% zu. Die Zahl der Mitglieder hat sich in der Zwischenzeit laufend vergrössert. Ende 2006 umfasste der Fonds 184 Mitgliedsländer, und seine allgemeinen Mittel beliefen sich auf insgesamt 217 Mrd. SZR. Bis zu diesem Zeitpunkt war die Quote der Schweiz auf 3,46 Mrd. SZR (rund 6,3 Mrd. Franken) angewachsen und entsprach einem Stimmenanteil von 1,6%, d. h. etwas weniger als beim Beitritt. Die Nationalbank finanzierte drei Viertel der ursprünglichen (sowie aller weiteren) Beiträge der Schweiz an das Fondskapital in Schweizer Franken, den Rest in US-Dollar. Während die Schweiz bis anhin nie Mittel des Fonds beansprucht hat, greift der Fonds regelmässig auf die Quote der Schweiz zurück, um seine Kredite zu finanzieren. Dabei ersetzt er die beanspruchten Beträge durch deren Gegenwert in SZR. Obwohl sich der gesamte Wert der Quote damit nicht ändert, kann deren Zusammensetzung schwanken: Nimmt der Fonds etwa die Quote der Schweiz in Anspruch, geht seine Position in Franken zurück, während der übrige Teil

24 Sie bestand damals aus Serbien und Montenegro, die später zwei unabhängige Republiken bildeten. Von diesen blieb nur Serbien bei der schweizerischen Stimmrechtsgruppe.

der Quote – die Reservetranche – zunimmt. Die Reservetranche ist eine liquide Forderung der SNB gegenüber dem IWF, die zu marktüblichen Sätzen verzinst wird und auf Sicht beansprucht werden kann. Sie bildet einen Teil der Währungsreserven der Nationalbank. Ende 2006 belief sie sich auf rund 555 Mio. Franken, d. h. auf 8,7% der schweizerischen Quote.

Das Bundesgesetz von 1991 über die Mitwirkung der Schweiz an den Institutionen von Bretton Woods bezeichnet die Nationalbank als Hinterlegungsstelle für die auf Franken lautenden Mittel des Fonds sowie als die für die finanziellen Beziehungen zwischen der Schweiz und dem Fonds zuständige Finanzbehörde. Es bestimmt zudem, dass der Bundesrat bei der Durchführung der IWF-Mitgliedschaft und bei der Ernennung der schweizerischen Vertreter für diese Institution mit der SNB zusammenarbeitet. Diese Kooperation wurde nach eingehenden Diskussionen in der Vereinbarung zwischen Bundesrat und SNB vom 16. September 1992 festgelegt.²⁵ Das Ergebnis war eine austarierte Zuweisung von Rechten und Pflichten an die beiden teilnehmenden Institutionen – die Nationalbank und das Eidgenössische Finanzdepartement (EFD) –, wobei der Direktoriumspräsident der SNB als Gouverneur beim IWF und der Finanzminister als dessen Stellvertretender fungieren. Der Finanzminister vertritt die Schweiz zudem im Interimsausschuss des IWF (seit 2000: Internationaler Währungs- und Finanzausschuss) und leitet die Schweizer Delegation an den Jahrestagungen. Die Kandidaten für die Position des Exekutivdirektors werden vom Bundesrat im Einvernehmen mit der SNB ernannt. Die Vereinbarung von 1992 legt auch die Verantwortlichkeiten fest: So ist das EFD in den meisten den IWF betreffenden politischen Fragen federführend, während die SNB für Fragen der schweizerischen Geldpolitik oder – allgemeiner – für Fragen mit deutlich monetärem Charakter zuständig ist. Ein wichtiger Bestandteil der Vereinbarung besagt, dass jede Erklärung, Position oder Information, die dem IWF unterbreitet werden soll, zuvor zwischen SNB und EFD abzustimmen ist. Bei unüberwindbaren Meinungsverschiedenheiten fällt – anders als bei den AKV – der Bundesrat den Stichentscheid.

6.2.7 Schweizer Prioritäten im IWF

Die Schweiz befürwortete die Mitgliedschaft im IWF hauptsächlich deshalb, weil sie an den Entscheidungen des Fonds mitwirken und die Politik und Aktivitäten des Fonds beeinflussen wollte. Daher war man der Ansicht, dass der Einsitz im Exekutivrat unerlässlich sei. 15 Jahre später hat sich an dieser

²⁵ Vereinbarung (1992).

Einschätzung nichts geändert: Obwohl ein Land auf unterschiedliche Weise versuchen kann, die Politik des IWF zu beeinflussen, ist ein eigener Exekutivdirektor der wichtigste und direkteste Weg, um dieses Ziel zu erreichen.

Gemäss den Grundsatzartikeln des IWF ist der Gouverneursrat das wichtigste Entscheidungsorgan. In der Realität aber werden die meisten Entschlüsse über Politik und Aktivitäten des Fonds an den Exekutivrat delegiert, allerdings mit einigen wichtigen Ausnahmen wie der Anpassung der Grundsatzartikel, der Änderung der Quoten, der Zuweisung von SZR oder der Aufnahme neuer Mitglieder. Die Exekutivdirektoren bzw. deren Vertreter sind an sämtlichen Sitzungen des Exekutivrats anwesend und haben privilegierten Zugang zu Leitung und Mitarbeitenden des Fonds. Ihre Stimmkraft hängt von den kumulierten Quoten ihrer Stimmrechtsgruppe ab. Allerdings verhält sich ihr Einfluss nicht notwendigerweise proportional zur Stimmkraft. Der IWF ist eine stark auf Kooperation ausgerichtete Institution, die ihre Beschlüsse in der Regel im Konsens fällt. Geschickte Exekutivdirektoren mit guten, einleuchtenden und zeitgemässen Argumenten können die Konsensfindung unabhängig vom Quotenanteil ihrer Stimmrechtsgruppe beeinflussen. Die Fähigkeit, Allianzen zu schmieden und Kompromisse zu schliessen, ist für die Entscheidungsfindung im Exekutivrat ebenfalls besonders wichtig. Häufig verlieren extreme Positionen rasch jeden Einfluss auf die Diskussionen innerhalb des Exekutivrats. Die Tatsache, dass der Schweizer Exekutivdirektor eine so genannte gemischte Stimmrechtsgruppe vertritt, d. h. eine Gruppe, die sowohl Gläubiger- als auch Schuldnerländer umfasst, hat ihm eine besonders konstruktive Einflussnahme ermöglicht. In der Tat widerspiegeln die divergierenden Interessen innerhalb gemischter Stimmrechtsgruppen im Kleinen häufig die Interessenvielfalt der Fonds-Mitglieder insgesamt. Gemischte Stimmrechtsgruppen haben bei der Konsensfindung mehr als einmal den Ausschlag gegeben.

Die von mancher Seite geäusserte Befürchtung, heterogene Ländergruppen – wie die Stimmrechtsgruppe unter Leitung der Schweiz – seien kaum zu führen, haben sich als unberechtigt erwiesen. Die Entscheidungsfindung innerhalb der Schweizer Gruppe verlief bisher recht effizient. Die Erklärung hierfür liegt in erster Linie in der Flexibilität und am Engagement, mit denen die Schweiz sich der Interessen ihrer Partner angenommen hat. Auch die Tatsache mag eine Rolle gespielt haben, dass sich manch ein Mitglied der Stimmrechtsgruppe bisher auf seine eigene wirtschaftliche Entwicklung und auf die Chancen konzentriert hat, welche die Zusammenarbeit mit dem Fonds bietet, was der Leitung der Gruppe einen weiteren Handlungsspielraum in Bezug auf die allgemeine Fondspolitik gegeben hat.

Förderung der Stabilität des internationalen Finanzsystems

Der Auftrag des Fonds besteht in erster Linie darin, die Stabilität des internationalen Finanzsystems zu fördern und zu sichern. Den Fonds bei dieser Aufgabe zu unterstützen, ist seit langem eine der Prioritäten der Schweiz. Ein solides und widerstandsfähiges Finanzsystem ist für das globale Wachstum und den Wohlstand unabdingbar, und für ein kleines offenes Land mit einem wichtigen Finanzzentrum ist es von entscheidender Bedeutung. Dies gilt umso mehr, als die strukturellen Veränderungen an den Finanzmärkten in den letzten zehn Jahren zu einem Quantensprung hinsichtlich Grösse, Integration und technischer Ausrüstung geführt haben. Bei seinen Bemühungen um Stabilität als weltweites öffentliches Gut setzt der IWF seit jeher in erster Linie auf Prävention. Hierbei besteht sein wichtigstes Werkzeug in der Überwachung. Mit der Globalisierung musste nicht nur die Überwachung ausgebaut, sondern auch das System der Überwachung selbst umgestaltet werden. Diese Reformbemühungen begannen im Gefolge der Asienkrise und hatten den Aufbau einer neuen Architektur des internationalen Finanzsystems zum Ziel. Die Schweiz unterstützte diese Bemühungen und alle damit verbundenen Initiativen. Ein wichtiges Teilprojekt umfasste die Neuausrichtung der Überwachungstätigkeit des Fonds auf die Finanzmärkte. Hierzu wurden Programme zur Beurteilung des Finanzsektors (FSAP) entwickelt. Ein FSAP ist gewissermassen eine Gesundheitsprüfung des Finanzsektors eines Landes. Es hat zum Ziel, die Überwachung der nationalen Finanzsysteme zu stärken, Schwachstellen zu identifizieren und dem Land zu helfen, gegebenenfalls in einem frühen Stadium geeignete Massnahmen zu entwickeln. Die Schweiz gehörte zu den Befürwortern der FSAP und stellte sich 2001 freiwillig als eines der ersten Länder für eine solche Prüfung zur Verfügung. Die Erhöhung der Transparenz sowie eine verbesserte und zuverlässigere Publikation von Daten sind weitere Elemente dieser neuen Architektur und haben zum Ziel, ein reibungsloseres Funktionieren des Marktes zu ermöglichen und die Marktdisziplin zu stärken. Die Schweiz unterstützte diese Neuausrichtung von Anfang an und unterzeichnete den Speziellen Datenveröffentlichungsstandard (SDDS) des IWF aus dem Jahr 1996.

Umfassende Massnahmen zur Krisenprävention sind allerdings noch keine Garantie dafür, dass Krisen ausbleiben. Die zweite Säule des Stabilitätsauftrags des IWF ist deshalb die Wiederherstellung von Stabilität nach Ausbruch einer Krise. Die neuen liberalisierten und globalisierten Märkte ermöglichen zwar eine effizientere Allokation der Ersparnisse und haben das Fundament für enormen wirtschaftlichen Fortschritt in manchen Schwellenländern gelegt. Sie machen diese Länder aber auch anfälliger auf plötzliche

Stimmungsumschwünge, die sich mitunter leicht von einem Markt auf den anderen übertragen können. Die «Tequila»-Krise von 1994 in Mexiko war nur ein relativ schwacher Vorgeschmack dessen, was auf die Schwellenländer – vor allem Südostasiens und Lateinamerikas – später zukommen sollte. Die wirtschaftlichen und sozialen Kosten der neuen Krisen nahmen dramatisch zu. Angesichts der Natur und Grösse der so genannten Zahlungsbilanzkrisen musste der Fonds seine Finanzhilfe rasch und massiv ausbauen; die Bereitstellung der erforderlichen Mittel wurde im Vergleich zur Vergangenheit dringlicher. Die Schweiz arbeitete sowohl bei der Entwicklung neuer Instrumente als auch bei der Anpassung der Fondsressourcen an die neuen Herausforderungen eng mit dem Fonds zusammen, um die neuen Probleme zu bewältigen. 1999 gab die Schweiz ihre Zustimmung zu einer allgemeinen Quotenerhöhung um 45%.

Obwohl die Schweiz bei finanziellen Notlagen ihren Beitrag immer leistete (siehe 6.1.4), war sie nie der Ansicht, dass die Rettung internationaler Schuldner – wie in der Asienkrise – die einzige und effizienteste Lösung von Finanzkrisen sei bzw. sein sollte. Der Einsatz öffentlicher Gelder zur Überwindung von Krisen ist begrenzt und sollte es auch bleiben. Nur so lassen sich die finanziellen Risiken des Fonds mindern, die Selbstdisziplin an den Märkten stärken und die Gefahr eindämmen, dass Schuldner und Gläubiger angesichts internationaler Hilfe sorglos werden (Moral Hazard). Die Suche nach effizienten Methoden, um den Privatsektor an der Lösung von Finanzkrisen zu beteiligen, ist umso dringlicher, als es zweifelhaft ist, ob die Fondsmittel mit der Explosion der privaten Finanzflüsse Schritt halten können. Dementsprechend unterstützte die Schweiz zu Beginn des neuen Jahrhunderts die Einführung der so genannten Kollektivklauseln (Collective Action Clauses) für Staatsanleihen, um die Entscheidungsfindung bei einer unvermeidbaren Restrukturierung effizienter zu gestalten. An sich hätte die Schweiz einen allgemeineren, für alle Arten von Schulden gültigen Ansatz vorgezogen, aber der Vorschlag zur Einrichtung eines Umschuldungsmechanismus für Staaten (Sovereign Debt Restructuring Mechanism) wurde 2003 infolge mangelnder Unterstützung und insbesondere wegen der Opposition der Vereinigten Staaten aufgegeben. Gleichzeitig bestand die SNB mit Nachdruck auf einer Strategie zur Sicherstellung der finanziellen Gesundheit des IWF, die eine vorsichtige Mittelvergabe (sowohl hinsichtlich Höhe der Beträge als auch deren Diversifikation) und eine strikte Reservepolitik – einschliesslich eines konservativen Ansatzes bei den fondseigenen Goldreserven – vorsah.

Unterstützung der Aktivitäten des Fonds in den ärmsten Ländern

Gemäss Bundesgesetz über die Mitwirkung der Schweiz an den Institutionen von Bretton Woods hat jede Stellungnahme der Schweiz in den Gremien des IWF mit den Grundsätzen und Zielen der schweizerischen Entwicklungspolitik übereinzustimmen. Im Laufe der Jahre entwickelte sich daraus eine starke Unterstützung des Fonds beim Engagement in den ärmsten Ländern der Welt. Ziel dieses Engagements ist eine weit gehende und nachhaltige Verringerung der Armut durch Massnahmen, die das Wachstum fördern, Arbeitsplätze schaffen und die Armen unterstützen sollen. Die Schweiz ist aber auch der Ansicht, dass der Fonds sich nur in enger Zusammenarbeit mit den übrigen Partnern der Entwicklungshilfe und insbesondere der Weltbank auf diese Weise engagieren soll.

Angesichts der Natur der Fondsmittel (Währungsreserven) kann der IWF nur herkömmliche, zu Marktkonditionen verzinste Kredite vergeben. Diese sind zur Unterstützung der ärmsten Länder jedoch ungeeignet, da diese Länder auf Kredite mit Vorzugsbedingungen angewiesen sind. Aus diesem Grund fungiert der IWF bei der Finanzhilfe für die ärmsten Länder im Allgemeinen als Treuhänder, indem er bilateral gewährte Beiträge (bzw. den Erlös aus seinen Goldverkäufen) über eine Reihe von Treuhandfonds zur Verfügung stellt. Der Fonds nahm die Kreditgewährung zu Vorzugskonditionen nach dem ersten Goldverkauf des IWF im Jahre 1976 auf. Sie wurde in den 1980er und 1990er Jahren auf drei neue Instrumente ausgeweitet: die Strukturanpassungs-Fazilität (SAF) aus dem Jahr 1986, die ESAF aus dem Jahr 1987 und die Armutsverringersungs- und Wachstums-Fazilität (PRGF) aus dem Jahr 1999. Zusätzlich lancierten IWF und Weltbank 1996 gemeinsam die Initiative für die hochverschuldeten armen Länder (HIPC), um deren Aussenverschuldung auf ein tragbares Niveau abzubauen. Die Schweiz hat beträchtliche Beiträge an diese Initiativen geleistet. Was die SNB betrifft, so trug sie zur PRGF bei. Die Schweiz beschränkte sich jedoch nicht auf finanzielle Beiträge: Seit ihrem Beitritt zu den Bretton-Woods-Institutionen hat sie auch eine aktive Rolle beim Entwurf und bei der Ausgestaltung verschiedener Instrumente gespielt und dabei Nachdruck auf ein qualitativ hochwertiges Wachstum gelegt, das mit einer sozial und ökologisch nachhaltigen Entwicklung vereinbar ist.

Selbst wenn die SNB die allgemeinen Grundsätze für das schweizerische Engagement zugunsten der ärmsten Länder teilt, besteht sie seit jeher darauf, dass der IWF seinen währungspolitischen Charakter nicht verliert. Daher sollte der Fonds bei seinen Aktivitäten ihrer Ansicht nach selektiv vorgehen und sich auf seine Kernaufgaben konzentrieren, nämlich darauf, Ländern

bei der Entwicklung stabiler makroökonomischer Bedingungen zu helfen. Die Entwicklungsfinanzierung hingegen liegt nicht im Auftrag des Fonds. Mithin sollte er sich längerfristig nicht in der Kreditvergabe zu Vorzugskonditionen engagieren. Seine ärmsten Mitglieder sollten stattdessen stärker von der wirtschaftspolitischen Beratung und der technischen Unterstützung profitieren.

Verteidigung der Interessen der Mitglieder der Stimmrechtsgruppe

In den vergangenen fünfzehn Jahren machten sämtliche Mitglieder der von der Schweiz geführten Stimmrechtsgruppe einen schmerzhaften Wandel von zentraler Wirtschaftsplanung zu einem marktwirtschaftlichen System durch. Die Schweiz hat der Unterstützung dieses Übergangs hohe Priorität eingeräumt. Daraus hat sich eine Reihe von Massnahmen entwickelt, einige davon bilateraler Natur, andere im Rahmen von multilateralen Initiativen. Zur ersten Kategorie gehören: ein Kredit für den Stabilisierungsfonds zugunsten Polens im Jahre 1989, der 1995 in einen Zuschuss zur Restrukturierung des polnischen Bankensystems umgewandelt wurde; Überbrückungskredite an mehrere Länder zur Erleichterung des Beitrittsverfahrens (siehe 6.1.9) und auch die umfangreichen Ressourcen, welche verschiedene Departemente des Bundes sowie die SNB seit 1989 zur technischen Unterstützung von Ländern der Stimmrechtsgruppe aufgewendet haben. Im Rahmen der multilateralen Initiativen setzte sich die Schweiz stark für die Systemtransformations-Fazilität (STF) des IWF aus dem Jahr 1993 ein. Diese Fazilität richtet sich vor allem an Länder, die am Anfang des erwähnten Übergangs stehen. Sie erschliesst Fondsmittel zu relativ günstigen Bedingungen. 1996 erklärte sich der Bund bereit, ein «Konto Schweiz» innerhalb des IWF zu finanzieren, von welchem technische Hilfsprojekte des Fonds profitieren sollten. Im April 2004 wurde ein Beitrag von insgesamt 11,4 Mio. Franken bewilligt, der zum grossen Teil der Finanzierung der technischen Hilfe zugunsten zentralasiatischer Länder diene. Schliesslich gehörte die Schweiz 1997 zu den Befürwortern der vierten Revision der Grundsatzartikel des IWF, die das Ziel hatte, eine einmalige Zuteilung von SZR zu ermöglichen. Diese sollte vor allem jenen Ländern zugute kommen, die dem Fonds nach 1981 – dem Jahr der letzten allgemeinen Zuteilung von SZR – beigetreten waren. Zu diesen Ländern gehörten auch alle Mitglieder der von der Schweiz geführten Stimmrechtsgruppe. Bevor diese Neufassung allerdings in Kraft treten kann, muss sie durch die Mehrheit der Gouverneure ratifiziert werden. Die SNB bejahte nur zögernd und aus Solidarität mit den übrigen Mitgliedern der Stimmrechtsgruppe eine solche Sonderzuteilung von SZR. Hingegen war sie nicht der

Meinung, dass diese Zuteilung durch eine weltweite Verknappung der internationalen Reserven – der traditionellen Begründung für die Zuteilung von SZR – zu rechtfertigen sei.

Förderung von Transparenz und Rechenschaftspflicht

Die Förderung von Transparenz und Rechenschaft stellt eine weitere wichtige Priorität der Schweiz innerhalb des IWF dar. Dieser Ansatz ist Teil eines grösseren Projekts zur Verbesserung der Good Governance sowohl mit Blick auf die Politik und die Institutionen der einzelnen Mitgliedsländer als auch innerhalb des IWF selbst. Wie jede öffentliche Einrichtung hat sich der Fonds für seine Aktivitäten laufend zu rechtfertigen. Auch wenn er streng genommen nur den Regierungen seiner Mitgliedsländer Rechenschaft schuldet, hat sich der Legitimationsdruck in den letzten Jahren doch erhöht. Die Öffentlichkeit interessiert sich zunehmend für die Tätigkeit des Fonds und möchte, dass sich dieser an einem konstruktiven Dialog über verschiedene Aspekte seiner Tätigkeit beteiligt. Die Schweiz begrüsst diese Entwicklung. In den vergangenen zehn Jahren hat sie den Wandel des IWF hin zu einer transparenteren und offeneren Institution sehr aktiv gefördert – zu einem Institut also, das Kritik gegenüber empfänglicher ist und aus den Fehlern der Vergangenheit lernt. Die Einrichtung des so genannten Independent Evaluation Office im Jahr 2001 mit dem Auftrag, die Aktivitäten des Fonds zu überprüfen, war in dieser Hinsicht ein Meilenstein.

6.3 Technische Hilfe

WERNER HERMANN

6.3.1 Begriff und Entstehung

Zwar haben nicht alle Zentralbanken genau dasselbe Mandat, aber viele stehen vor ähnlichen Herausforderungen. Sie pflegen daher den kollegialen Gedankenaustausch und arbeiten auf vielen Gebieten seit langem erfolgreich zusammen. Mit Selbstverständlichkeit holen sie auch den Rat und die Unterstützung einer auf einem Fachgebiet führenden Notenbank ein. Die gegenseitige Hilfe kann von einem einmaligen Ratschlag über die Mitarbeit in einem Projekt bis zur intensiven Ausbildung eines Teams von Spezialisten für eine neue Aufgabe gehen. Sie ist dort nötig, wo für den Aufbau zentralbankspezifischer Kenntnisse und Fertigkeiten keine kompetenteren und zuverlässigeren Berater zur Verfügung stehen. Für diese Art von Unterstützung bürgerte sich unter Zentralbanken der Begriff der technischen Hilfe ein.

Die SNB leistete schon lange sporadisch technische Hilfe. So stellte sie der Iranischen Nationalbank im Zweiten Weltkrieg einen Experten für Währungsfragen als Berater zur Verfügung, unterstützte in den 1970er Jahren die Zentralbank des Irak im Bargeldbereich und beriet in den frühen 1980er Jahren verschiedene afrikanische Zentralbanken.

Mit dem Übergang Osteuropas zur Marktwirtschaft sahen sich die Notenbanken dieser Länder vor ganz neue Herausforderungen gestellt, und ihr Interesse an technischer Hilfe nahm schlagartig zu. Wenig später zog der Zusammenbruch der Sowjetunion (UdSSR) die Gründung einer ganzen Reihe souveräner Staaten nach sich, welche in einer eigenen Währung ein Mittel erkannten, ihre Eigenständigkeit zu dokumentieren. Dies erforderte aber in jedem Land eine Zentralbank, die sich die nötigen Kenntnisse erst noch aneignen musste, so dass die Zahl der Gesuche um technische Hilfe nochmals sprunghaft anstieg.

Da diese jungen Notenbanken ihre Gesuche oft nicht nur an eine, sondern gleichzeitig an mehrere westliche Zentralbanken richteten, kam es zu Doppelspurigkeiten und Zuständigkeitsproblemen. Daher beschlossen die Notenbankgouverneure der Zehnergruppe und Österreichs 1990, ihre technische Hilfe im Rahmen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich zu koordinieren. An den Koordinationssitzungen nahm auch der Internationale Währungsfonds (IWF) teil. Mit seiner detaillierten Kenntnis der einzelnen Transitionsländer spielte er bei der Organisation der technischen Hilfe die zentrale Rolle.

6.3.2 Leitprinzipien

Die SNB beurteilte die eingehenden Gesuche um technische Hilfe anfangs von Fall zu Fall. 1992 bestimmte das Direktorium eine zentrale Stelle, welche seither die Gesuche bearbeitet und koordiniert. Das erlaubt, die Gesuche nach einheitlichen Grundsätzen zu beurteilen. Es bestanden anfangs zwar noch keine ausdrücklich formulierten Kriterien, aber es war beispielsweise klar, dass die Nationalbank nur auf Gesuche offizieller Organe einging und nicht selbständig aktiv wurde. Damit wollte das Direktorium einem übertriebenen Aktivismus vorbeugen. Es war zwar bereit, hochqualifizierte Spezialisten mit Managementfunktionen vorübergehend für die technische Hilfe freizustellen, legte aber Wert darauf, dass diese Leute wirkungsvoll eingesetzt wurden.

Im gleichen Jahr trat die Schweiz den Bretton-Woods-Institutionen bei und bildete zusammen mit Polen und einigen Staaten der ehemaligen Sowjetunion eine eigene Stimmrechtsgruppe. Darauf erteilte das Direktorium den Auftrag, ein Konzept der technischen Hilfe auszuarbeiten und verabschiedete

Anfang 1993 die entsprechenden Prinzipien. Diese sahen vor, technische Hilfe zu leisten auf Fachgebieten, in denen die Mitarbeiter der Nationalbank besonders grosse Sachkenntnis aufwiesen. Gesuche aus der eigenen Stimmrechtsgruppe oder Projekte in Absprache mit der Bundesverwaltung sollten bevorzugt behandelt und die Hilfe auf die Bedürfnisse des Empfängers massgeschneidert werden. Ferner wünschte das Direktorium, dass sich die Nationalbank auf die Hilfe im Rahmen von Projekten des IWF oder der Weltbank konzentriere.

Obwohl die technische Hilfe einen gewissen Spielraum bei den personellen Ressourcen erforderte, schuf das Direktorium zunächst keine zusätzlichen Stellen. Erst gegen Ende der 1990er Jahre beanspruchte die technische Hilfe einzelne Mitarbeiter so stark, dass sie in deren Pflichtenheften festgehalten wurde. Trotzdem blieb das Engagement, verglichen mit anderen Zentralbanken, eher bescheiden. Der Wert der von der Nationalbank gewährten technischen Hilfe bewegte sich in der ersten Hälfte der 1990er Jahre im Durchschnitt schätzungsweise bei einem Personenjahr, nach der Jahrhundertwende bei rund vier bis fünf Personenjahren.

6.3.3 *Aktionen und Schwerpunkte*

Die neu gegründeten Zentralbanken der früheren Sowjetrepubliken gingen in der Regel aus den Zweigstellen der Zentralbank der UdSSR hervor. Ihre Mitarbeiter waren zwar zum Teil mit den in einer Zweiganstalt üblichen Bargeldtransaktionen vertraut, hatten aber eine ungenügende Vorstellung von den Aufgaben in der Zentrale. Nach der Emission einer eigenen Landeswährung benötigten die meisten dieser neuen Notenbanken daher Beratung in der Organisation der Bargeldversorgung und später auf dem Gebiet der Anlage ihrer Währungsreserven. Aus solchen Bedürfnissen entwickelte sich bereits ab Ende 1992 eine intensive und andauernde Beratung der Kirgisischen Nationalbank. Andere Zentralbanken der schweizerischen Stimmrechtsgruppe hatten anfangs zum Teil Schwierigkeiten, ihre Bedürfnisse zu artikulieren, oder diese entsprachen nicht dem, was die Nationalbank anbieten konnte. Häufig lag dies daran, dass ihr Aufgabengebiet viel breiter war als jenes der Nationalbank, so dass manche Gesuche völlig ausserhalb des Mandats der SNB lagen. Bei den Abklärungen war anfangs auch die Verständigung ein grosses Problem: Kaum ein Mitarbeiter dieser Zentralbanken sprach Englisch, und die Nationalbank hatte niemanden, der Russisch beherrschte.

Der typische Ablauf eines Projekts lässt sich am Beispiel der Hilfe an die Kirgisische Notenbank darstellen, welche die Nationalbank auf Ersuchen des IWF 1993 leistete: Das Direktorium entsandte zunächst den Leiter der Ab-

teilung Devisenanlagen, um eine Abteilung aufzubauen mit der Aufgabe, die Liquidität der kirgisischen Wirtschaft zu steuern und die zu bildenden Währungsreserven sicher und professionell im Ausland anzulegen. Dabei war klar, dass dieses Ziel in einer zweiwöchigen Mission niemals erreicht werden konnte. Im Rahmen des Projekts, das sich daraus ergab, hielten sich verschiedene Spezialisten der Abteilung Devisenanlagen regelmässig in Kirgisien auf, um ihre dortigen Kollegen mit den Grundbegriffen des Liquiditätsmanagements und dem Handel von amerikanischen Staatspapieren vertraut zu machen und on the job zu trainieren. Ergänzend absolvierten mehrere Mitarbeiter der Kirgisischen Nationalbank Kurzpraktika bei der Nationalbank. Ähnliche Projekte führte die Nationalbank später auch für die Zentralbanken von Aserbaidschan sowie Serbien und Montenegro durch.

In anderen Fällen stand nicht die Schulung von Mitarbeitern im Vordergrund, sondern die Nationalbank unterstützte eine Notenbank bei Verhandlungen, indem sie einen Experten zur Verfügung stellte oder lediglich ihr internationales Ansehen ausspielte. So stand die SNB im Jahre 2001 Tadschikistan bei der Umschuldung bei und half dem Land, den Erlass eines bedeutenden Teils seiner Schulden gegenüber der Europäischen Union, seinem grössten Gläubiger, zu erwirken.

Der bargeldlose Zahlungsverkehr, bei dem die Nationalbank mit der Einführung des Swiss Interbank Clearing im Jahre 1987 weltweit eine Pionierrolle eingenommen hatte, bildete einen weiteren Schwerpunkt der technischen Hilfe.

6.3.4 *Das Studienzentrum Gerzensee*

Für die Ausbildung von Notenbankangehörigen vorab aus Entwicklungsländern gründete die Nationalbank zu ihrem 75-Jahr-Jubiläum die Stiftung Studienzentrum Gerzensee und erwarb dazu das Neue Schloss in Gerzensee, einem Dorf südlich von Bern. Nach umfassenden Renovations- und Umbauarbeiten weihte sie es am 6. Mai 1986 offiziell ein. Das Zentrum erwarb sich dank dem hohen Niveau seiner Ausbildungskurse und Konferenzen innert kurzer Zeit einen sehr guten Ruf.

In den letzten Jahren haben Mitarbeiter von über 150 Zentralbanken die zwei- oder dreiwöchigen Seminare zu den Hauptthemen Geldpolitik, Finanzwirtschaft und Bankenaufsicht besucht. Als Dozenten verpflichtet das Zentrum schweizerische und ausländische Spezialisten.

Als zweites Standbein bietet das Studienzentrum seit 1992 ein Programm für Doktoranden in Ökonomie schweizerischer Hochschulen an. Die einjährige Ausbildung unter der Leitung von Professoren führender Hochschulen

der USA und Europas stellt eine bedeutende Aufwertung des Doktor-Studiums in der Schweiz dar und vermittelt den Absolventen fundierte Kenntnisse auf höchstem Niveau. Einwöchige Kurse in verschiedenen ökonomischen Fachgebieten ergänzen das Angebot.

Zudem dient das Studienzentrum als internationale Begegnungsstätte. Es veranstaltet für Wissenschaftler und Zentralbankkader regelmässig internationale Konferenzen zu Wirtschaftsfragen und veröffentlicht deren Ergebnisse oft in Fachzeitschriften.

Quellen

- Articles of Agreement (1993), International Monetary Fund, Washington DC.
- AS, Amtliche Sammlung des Bundesrechts (verschiedene Jahre).
- BBl, Bundesblatt (verschiedene Jahre).
- Botschaft (1983) über den Beitritt der Schweiz zu den Allgemeinen Kreditvereinbarungen vom 29. Juni, BBl 1983 II 1367–1398.
- Botschaft (1984) betreffend die Verlängerung und Änderung des Bundesbeschlusses über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmassnahmen vom 5. September, BBl 1984 II 1486–1500.
- Botschaft (1991) über den Beitritt der Schweiz zu den Institutionen von Bretton Woods vom 15. Mai, BBl 1991 II 1153–1259.
- Botschaft (1994) betreffend die Beteiligung der Schweiz an der verlängerten Erweiterten Strukturanpassungsfazität des Internationalen Währungsfonds (ESAF II) vom 29. Juni, BBl 1994 III 1397–1406.
- Botschaft (1997) über den Beitritt der Schweiz zu den Neuen Kreditvereinbarungen vom 14. Mai, BBl 1997 III 1013–1029.
- Botschaft (2002) über die Revision des Nationalbankgesetzes vom 26. Juni, BBl 2002 6097–6303.
- Botschaft (2003) über das Bundesgesetz über die internationale Währungshilfe (Währungshilfegesetz, WHG) vom 21. Mai, BBl 2003 4775–4797.
- SNB, *Geschäftsbericht* (verschiedene Jahre), Bibliothek SNB Zürich.
- SNB, Protokoll des Direktoriums (verschiedene Jahre), SNBA.
- Vereinbarung (1992) zwischen dem Bundesrat und der Nationalbank über die Durchführung der Mitgliedschaft beim Internationalen Währungsfonds vom 16. September, SNBA.

Literatur

- Kaeser, D. (2004), *La longue marche vers Bretton Woods: Chronique des relations de la Suisse avec le Fonds monétaire international et la Banque mondiale*, Genève [etc.]: Georg.
- Klauser, P. (1987), Schweizerische Rechtsgrundlagen der internationalen Währungshilfe, *Geld, Währung und Konjunktur*, Quartalsheft SNB, 5 (2), S. 143–154.

7 Die Stabilität des Finanzsystems im Blick der Nationalbank

7.1 Erhöhtes Interesse der SNB an der Systemstabilität

URS W. BIRCHLER

7.1.1 Die Bedeutung der Banken für die Geldpolitik

Eine wichtige Entwicklung im vergangenen Vierteljahrhundert war die verstärkte Hinwendung der Nationalbank zu Fragen der Stabilität des Banken- und Finanzsystems. Die Finanzmärkte und insbesondere der Bankensektor waren stets wichtige Bindeglieder zwischen Realwirtschaft und Geldversorgung. Nach dem Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods (1973) und dem Übergang zur Geldmengensteuerung musste die SNB jedoch erkennen, dass Entwicklungen im Bankensystem die Geldpolitik direkt erschweren können.

Die Einführung des Swiss Interbank Clearing (SIC) sowie die gleichzeitige Revision der bankengesetzlichen Liquiditätsvorschriften im Jahre 1988 beispielsweise führten zu einem schwer prognostizierbaren Rückgang der Nachfrage nach Notenbankgeld. Ferner erinnerten nach Jahrzehnten der Prosperität im Schweizer Bankgeschäft Banken Krisen im Ausland oder das Chiasso-Debakel der Schweizerischen Kreditanstalt (1977) daran, dass der Bankensektor eine eigene ernstzunehmende Störungsquelle werden kann.

Anfang der 1980er Jahre begann die Nationalbank, die Entwicklung im Bankensektor genauer zu verfolgen. Sie richtete ihr Augenmerk vermehrt auch auf mikroökonomische, im Verhalten der einzelnen Banken gründende Störungsquellen. Ihren eigenen Beitrag zur Stabilität des Bankensystems sah die SNB zunächst noch in erster Linie in der Aufrechterhaltung der Preisstabilität. Dazu gehört die Funktion des Kreditgebers in letzter Instanz, der in Krisenfällen das Bankensystem oder wichtige Teile davon mit zusätzlicher Liquidität versorgt.

Die zunehmende Internationalisierung des Bankgeschäfts und das Aufkommen wichtiger Finanzmarkt-Infrastrukturen schärfte in den folgenden Jahren den Sinn der SNB für die Verletzlichkeit der Banken und vor allem des Bankensystems als Ganzes. Sie erkannte die Gefahr einer internationalen Ansteckung durch den Zusammenbruch einer Bank oder die Möglichkeit einer systemweiten Störung durch Ausfall einer wichtigen gemeinsamen Infrastruktur. Ferner beteiligten sich die Notenbanken, vor allem im Schosse der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), vermehrt an der in-

ternationalen Diskussion über die zweckmässige Regulierung von Banken, Finanzmärkten und Zahlungssystemen. Aus diesen Gründen begann die Nationalbank im Laufe der vergangenen 25 Jahre, und verstärkt gegen Ende der Periode, im Bereich der Systemstabilität eine – neu auch im Nationalbankgesetz verankerte – aktivere Rolle zu spielen.

Ihre Aufgabe verstand sie vor allem als Früherkennung von Entwicklungen, welche das Bankensystem als Ganzes treffen (Beispiel: Börsensturz) oder sich innerhalb des Bankensystems fortpflanzen (über den Interbankmarkt oder als Vertrauenskrise), und in der Bekämpfung ihrer Folgen. Die SNB konzentrierte sich somit auf systemische Gefahren, die auf der Ebene der einzelnen Bank oft schlecht erkennbar sind. Die Stabilität der einzelnen Banken betrachtete sie zwar ebenfalls als Voraussetzung der Systemstabilität. Für die Aufsicht über die einzelnen Banken blieb jedoch unverändert die Eidgenössische Bankenkommision (EBK) verantwortlich.

Unterdessen hatten die Finanzmärkte einen tief greifenden Wandel durchgemacht (siehe 7.2), der auch das Bankgeschäft grossen Veränderungen unterwarf (siehe 7.3). Vor diesem Hintergrund sah sich die SNB veranlasst, ihre Funktion als Kreditgeber in letzter Instanz (Lender of Last Resort) zu überdenken (siehe 7.4), die Aufsicht über wichtige Zahlungsverkehrssysteme zu übernehmen und darauf hinzuwirken, dass das Nationalbankgesetz an die neuen Gegebenheiten angepasst wurde (siehe 7.5).

7.1.2 Bankenprobleme im Ausland und in der Schweiz

Ein erster Vorbote dieser Entwicklung war im Juni 1974 der Bankrott der deutschen Herstatt-Bank. Dieser zeigte drastisch die Gefahr einer internationalen Ansteckung auf. Herstatt verfügte bei der Schliessung über beträchtliche, in verschiedenen Zeitzonen noch offene Devisenpositionen. Die Erfahrung führte 1974 zur Gründung des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht, d.h. zu einer ausdrücklichen Hinwendung der Notenbanken zu Fragen der Bankenaufsicht. Ferner gab sie Anstoss zur Entwicklung von Zahlungssystemen, welche die gegenseitigen Verbindlichkeiten zwischen den Banken innerhalb eines Tages in Grenzen halten. Zur gleichen Zeit suchten sich die Finanzmärkte aus dem engen Korsett von Regulierungen zu befreien, das noch aus der Kriegszeit stammte oder unter dem Regime der fixen Wechselkurse aufgebaut worden war. Die SNB sah sich daher vermehrt mit Fragen der Bankenregulierung und Bankenstabilität konfrontiert.

Die Probleme mikroökonomischer Natur zeigten sich vorerst weiterhin nur im Ausland: Unter den Nachwehen der Erdölkrise brachen zu Beginn der 1980er Jahre eine Reihe spanischer Banken zusammen. In den USA gingen

Spar- und Leihkassen in grosser Zahl bankrott; gesetzliche Eingriffe in den Marktmechanismus, namentlich eine Obergrenze für Depositzinssätze und eine weit gehende Einlagenversicherung, hatten zum Aufbau versteckter Risiken geführt. Als sich die Wirtschaftslage verschlechterte und gleichzeitig die Depositen-Zinssätze freigegeben wurden, brachten Kreditverluste und die teurere Refinanzierung Teile des amerikanischen Bankensystems in Schieflage. Gegen Ende der 1980er Jahre erlebten auch die skandinavischen Länder, vorab Norwegen und Schweden, nach einer Spekulationsblase an den Liegenschaftsmärkten eine schwere Bankenkrise.

Die 1990er Jahre illustrierten dann das ganze Spektrum möglicher Banken Krisen: Der jähe Zusammenbruch der in Grossbritannien domizilierten Bank of Credit and Commerce International (BCCI, 1991) und später der Bank Barings (1995) waren Folgen intern verursachter Probleme *individueller* Banken. Das Gegenbeispiel, ein *systemweites* Problem, bildete die zehnjährige Schwächeperiode im japanischen Bankensystem. Hart getroffen wurden ferner – meist in Verbindung mit Zahlungsbilanzkrisen – die Bankensysteme einer Reihe aufstrebender Volkswirtschaften in Südostasien und Südamerika. Schliesslich erwiesen sich auch viele Banken der ehemaligen Staatshandelsländer Osteuropas unter Marktbedingungen als nicht lebensfähig.

Zu Beginn der 1990er Jahre durchlief auch das Bankensystem in der Schweiz eine Bewährungsprobe: Der Wettbewerb zwischen den Banken war schärfer geworden und hatte in Verbindung mit dem Abbau von Kartellabsprachen und anderen wettbewerbsfeindlichen Vorschriften die Anfälligkeit der inländischen Banken auf einen Konjunkturrückgang erhöht. Es waren vor allem Probleme im Immobiliensektor, die nach einem beispiellosen Anstieg der Liegenschaftspreise schliesslich eine Reihe von Instituten, allen voran Regionalbanken, in existenzielle Schwierigkeiten brachten. Die – in nicht ganz zutreffender Vereinfachung – so genannte Regionalbankenkrise erwies sich als erste grössere Belastungsprobe des schweizerischen Bankensystems seit der – ungleich schwereren – Bankenkrise der 1930er Jahre. Der Bankensektor konnte die Krise schliesslich weit gehend selber meistern. Das Ergebnis war allerdings eine höhere Konzentration im Schweizer Bankenmarkt.

7.1.3 Systemstabilität als neue Aufgabe

Die Bankenprobleme im Ausland und in der Schweiz bewogen die Nationalbank, im Bereich der Stabilität des Bankensystems eine aktivere Rolle zu spielen. Zu Beginn der 1980er Jahre schuf das Direktorium eine interne Organisationseinheit für Banken- und Regulierungsfragen. Auch begann die SNB,

die Bankenstatistik auf diese Problemstellungen hin auszubauen. Es war klar geworden, dass die Schweizer Banken trotz traditionell solider Geschäftsführung nicht grundsätzlich gegen Krisen gefeit waren. Insbesondere wenn makroökonomische Schwankungen mit dem Abbau von Wettbewerbshindernissen zusammenfielen, gerieten – dies hatten die in- und ausländischen Erfahrungen gezeigt – Banken leicht in Schwierigkeiten. Dank der Überwachung durch die EBK waren die Probleme in der Schweiz allerdings erkannt worden, bevor sie auf das Gesamtsystem übergriffen. Es hatte sich aber auch gezeigt, dass Banken trotz Aufsicht insolvent werden konnten.

Ebenfalls zu Beginn der 1980er Jahre institutionalisierte die SNB daher ihre Zusammenarbeit mit der für die Aufsicht über die einzelnen Banken verantwortlichen EBK. Seit Dezember 1985 treffen sich Direktorium und EBK-Spitze jeweils zweimal jährlich zu einer Aussprache über Grundsatzfragen. Auch auf technischer Ebene wurden die Kontakte im Laufe der Jahre enger. So liefert die SNB der EBK beispielsweise Zahlen und Auswertungen aus ihrer Bankenstatistik. Die SNB trug jedoch auch materiell zur Arbeit der EBK bei. Beispielsweise entwickelte sie ein Konzept zur Messung der Zinsänderungsrisiken der Banken. Ferner beteiligte sie sich an den Arbeiten zur Abschätzung der Belastbarkeit der Banken (Stress Testing).

Die Krisenbewältigung durch die Gemeinschaft der Schweizer Banken selber bewährte sich zwar; die bestehenden bankengesetzlichen Instrumente erwiesen sich jedoch als wenig tauglich für den Ernstfall. Die Nationalbank kam zum Schluss, dass sich die Behörden bei künftigen Problemen weder auf die Fähigkeit der Banken zur kollektiven Selbsthilfe noch auf die bestehenden gesetzlichen Instrumente verlassen durften. Sie setzte sich deshalb für eine Revision der entsprechenden Bestimmungen des Bankengesetzes ein.

Ebenfalls war klar geworden, dass die SNB ihre Rolle als Lender of Last Resort nicht wirksam wahrnehmen konnte. Zum einen waren die geltenden gesetzlichen Bestimmungen zu eng und zu unflexibel (siehe 9.6.5). Zum anderen zeigte sich an zahlreichen Beispielen, wie schwierig die Solvenz einer bedrohten Bank im Krisenfall zu beurteilen und Insolvenz von blosser Illiquidität abzugrenzen war. Die Nationalbank sah die Solvenz jedoch nach wie vor als notwendige Bedingung für eine Liquiditätshilfe an. Darüber hinausgehende Unterstützungsmassnahmen lehnte sie stets ab, nicht zuletzt wegen der damit verbundenen Signalwirkungen und Anreize. Die Nationalbank beschloss auch aus diesen Gründen, der Stabilität des Finanzsystems präventiv grosse Aufmerksamkeit zu schenken. Dabei verstand sie Systemstabilität als die Fähigkeit der Zahlungssysteme und der Banken, ihre gesamtwirtschaftliche Rolle bei der Zahlungsabwicklung und der Vermittlung zwischen Gläu-

bigern und Schuldner*innen auch in schwierigen Zeiten und bei externen Störungen wahrzunehmen.

Die Erfahrungen aus den 1990er Jahren bewogen die SNB, ihr Konzept des Lender of Last Resort zu überprüfen. Bei der Revision des Nationalbankgesetzes erreichte sie, dass ihr Beitrag zur Stabilität des Bankensystems explizit erwähnt und ihre Aufgaben und Instrumente in diesem Bereich teilweise neu umschrieben worden sind. Zur Umsetzung des neuen Nationalbankgesetzes baute sie Kapazitäten zur Überwachung der Zahlungs- und Effektenabwicklungssysteme auf.

7.2 Die Entwicklung der Finanzmärkte

VINCENT CRETOL

7.2.1 *Das Interesse der Nationalbank an den Finanzmärkten*

Die Nationalbank verfolgt angesichts ihres wachsenden Interesses an der Stabilität des Finanzsystems aufmerksam die Entwicklung der Finanzmärkte. Ihr Interesse hat aber noch weitere Gründe: Zum einen können Verwerfungen an den Finanzmärkten zu Turbulenzen führen, die auch für die Geldpolitik nicht folgenlos bleiben. Sodann geschieht die Liquiditätsversorgung über Transaktionen am Markt, weshalb die Nationalbank sicherstellen muss, dass die Märkte, an welchen sie interveniert, reibungslos funktionieren. Schliesslich erfordert die Funktion der SNB als Vermögensverwalterin auch, dass diese die Anlageinstrumente, die sie benützt, völlig beherrscht.

Im Laufe des letzten Vierteljahrhunderts verzeichneten die Finanzmärkte eine eindruckliche Entwicklung. Der Kreis der herkömmlichen Spar- und Anlageinstrumente hat sich dabei stark erweitert. Der Einsatz von Derivaten ist inzwischen allgemein verbreitet, und deren Anwendungsbereich hat sich ausgeweitet. Zudem haben neue Finanzintermediäre am Markt an Bedeutung gewonnen. Waren die Finanzmärkte unlängst noch segmentiert und national aufgesplittet, so haben sie sich inzwischen zu globalen Märkten entwickelt.

7.2.2 *Entwicklung der traditionellen Spar- und Anlageinstrumente*

Die Finanzmärkte dienen in erster Linie dazu, Sparer und Investoren zusammenzubringen. Dabei fliessen die Mittel im Wesentlichen über drei Kanäle von den Gläubigern zu den Schuldner*innen: Kauf von handelbaren Beteiligungsrechten (Aktien) und Schuldtiteln (Obligationen) sowie Bankintermediation. Bei der Bankintermediation investieren die Banken die bei ihnen

hinterlegten Gelder und tragen dabei das Ausfallrisiko für die von ihnen vergebenen Kredite. Gemäss einer Studie hat sich das Volumen dieser Instrumente von 1980 bis 2004 weltweit auf insgesamt 118 000 Mrd. US-Dollar verzehnfacht.¹ Dies entspricht dem Dreifachen des weltweiten Bruttoinlandsprodukts (BIP) gegenüber einem Verhältnis von 1:1 im Jahre 1980.

In der gleichen Zeitspanne ist die Kapitalisierung der an den wichtigsten Börsen der Welt gehandelten Aktien von 2800 Mrd. US-Dollar auf 33 000 Mrd. Dollar gestiegen. Der Anteil der Aktien an den Finanzinstrumenten erhöhte sich damit weltweit auf 28%. Er verzeichnete in dieser Periode allerdings grosse Schwankungen: Im Jahre 1999, kurz vor dem Platzen der Spekulationsblase im Segment der Technologieaktien, hatte er vorübergehend einen Höchststand von 38% erreicht. Für den Anstieg der Marktkapitalisierung war die Wertsteigerung der bereits börsenkotierten Unternehmen massgeblich. Sie lässt sich erklären durch steigende Unternehmensgewinne und eine günstigere Einschätzung der Aussichten, dank welcher sich das Verhältnis von Aktienkurs zu Unternehmensgewinn verbesserte. Die Programme zur Privatisierung staatlicher Unternehmen in Europa und die zahlreichen Börsengänge privater Unternehmen in den Vereinigten Staaten trugen aber ebenfalls zum Anstieg der Marktkapitalisierung bei. Demgegenüber bremsen die vor allem seit Anfang der 1990er Jahre durchgeführten Aktienrückkauf-Programme diese Entwicklung. Auch in der Schweiz hat die Marktkapitalisierung stark zugenommen, nämlich von 76 Mrd. Franken auf 780 Mrd. Franken.

Das Geschehen am Obligationenmarkt stand der Entwicklung am Aktienmarkt in Nichts nach: Im Jahr 2004 lagen in den Portfolios weltweit Obligationen im Betrag von rund 58 000 Mrd. US-Dollar, während es im Jahre 1980 noch weniger als 4000 Mrd. US-Dollar gewesen waren.² Seit Beginn der 1990er Jahre entwickelten sich die Unternehmensanleihen zum dynamischsten und innovativsten Marktsegment. Ihr Wachstum betrug jährlich nahezu 10%, so dass das Segment im Jahr 2004 rund 30% des gesamten Obligationenmarktes ausmachte. Zu dieser Entwicklung trug die Verbriefung von Bankkrediten – insbesondere von Hypotheken und Konsumkrediten – bei, die in den Vereinigten Staaten ihren Anfang nahm und dann auf die anderen Industrieländer übergriff. Die internationalen Anleihen – insbesondere die auf dem Euromarkt emittierten Anleihen – bildeten ein weiteres sehr

1 McKinsey (2005).

2 Quelle (auch für das Folgende): BIZ, Quartalsbericht (verschiedene Jahre); Merrill Lynch (2004).

dynamisches Segment. Sie machten im Jahr 2004 rund 20% des Obligationenmarktes aus, verglichen mit lediglich 12% im Jahre 1990. Dennoch wird der Obligationenmarkt insgesamt weiterhin von den staatlichen Emittenten beherrscht, die mehr als die Hälfte der ausstehenden Anleihen auf sich vereinigen. Steigende Haushaltsdefizite zwangen die Regierungen zur Beschleunigung der Emissionstätigkeit. So stieg die Bruttoverschuldung der Regierungen der sieben wichtigsten Industriestaaten (G7) von 44% (1980) auf 82% des BIP (2004). Diese an sich beunruhigende Entwicklung hatte allerdings auch eine günstige Nebenwirkung: Sie erhöhte die Liquidität am Markt, die aber auch von der Standardisierung sowie von der verstärkten Inanspruchnahme handelbarer Instrumente zur Finanzierung der Staatsschulden profitierte.

Der Markt für Frankenobligationen entwickelte sich langsamer als die Obligationenmärkte im internationalen Durchschnitt; sein Volumen stieg von 95 Mrd. Franken (1980) auf 530 Mrd. Franken im Jahr 2004, womit er weniger als 1% des weltweiten Marktes auf sich vereinigte. In den 1980er Jahren profitierte der Schweizer Markt vor allem von seiner Attraktivität für ausländische, insbesondere japanische Emittenten. In den 1990er Jahren wirkte das Wachstum der Verschuldung des Bundes als Stimulans; von 1990 bis 2004 stieg diese um 89 Mrd. Franken auf 127 Mrd. Franken.

Der Obligationenmarkt wuchs zum Teil auf Kosten der Bankeinlagen. Dennoch nahmen auch diese gemäss der zitierten Studie von 5400 Mrd. US-Dollar im Jahr 1980 auf 35 400 Mrd. US-Dollar im Jahre 2004 zu. Weltweit stellten die Bankeinlagen danach immer noch knapp 30% der gesamten Anlagen dar, während es 1980 noch 45% gewesen waren. Ihr Anteil lag in Japan und Europa höher als in den Vereinigten Staaten.

7.2.3 Der Aufschwung der Derivatemärkte

Die zweite Funktion der Finanzmärkte besteht darin, den Umgang mit bestimmten Risiken zu erleichtern. Sie wurde im Laufe der letzten Jahre infolge der Verbreitung derivativer Finanzinstrumente immer wichtiger. Bei diesen Instrumenten handelt es sich nicht etwa um eine Erfindung der Neuzeit; Vorläufer gab es bereits an den Agrarmärkten des 18. Jahrhunderts. Aber mit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen nahm die Volatilität an den Finanzmärkten deutlich zu, wodurch sich die Nachfrage nach derivativen Produkten stark erhöhte. Neue Erkenntnisse der Finanztheorie sowie die Fortschritte in der Informatik ermöglichten die Entwicklung eines entsprechenden Angebots, so dass ein ideales Umfeld für den Aufschwung der Derivatemärkte entstand.

Bei den Derivaten handelt es sich um feste oder vom Eintreten bestimmter Bedingungen abhängige Zahlungsverprechen, deren Wert sich von dem eines zugrundeliegenden Basiswerts ableitet. Die häufigsten Arten sind Terminkontrakte, Optionen und Swaps. Im Allgemeinen findet deren Handel über Finanzintermediäre statt und nicht direkt zwischen den Endabnehmern. Je nach Art des Handels lassen sich zwei Grundtypen unterscheiden: Instrumente, die an organisierten Börsen gehandelt werden, und solche, die einzelne Finanzinstitute «over the counter» vertreiben (OTC-Instrumente). Erstere bieten den Vorteil höherer Liquidität und eines geringeren Ausfallrisikos, letztere den Vorteil, dass sie auf die Bedürfnisse des Kunden hin massgeschneidert werden können und dass sie weniger strengen Auflagen unterliegen.

Die Statistiken der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) spiegeln die kräftige Expansion der Derivate seit 1986 wider. Der Nominalwert der Derivate (Futures und an geregelten Märkten gehandelte Optionen auf Zinssätze, Devisen und Aktienindizes) ist pro Jahr um 25% gestiegen und stand Ende 2004 bei 47 000 Mrd. US-Dollar. Zählt man die OTC-gehandelten Derivate hinzu, so erhöht sich dieser Betrag um über 248 000 Mrd. US-Dollar. Der Bruttomarktwert all dieser Produkte stellt allerdings nur einen Bruchteil ihres Nominalwerts dar (9100 Mrd. US-Dollar), und das entsprechende Ausfallrisiko betrug 2004 maximal bloss 2000 Mrd. US-Dollar, da zwischen den Marktteilnehmern Verrechnungsvereinbarungen (Nettingverträge) bestehen und immer häufiger eine Besicherung der Geschäfte erfolgt.

Am Anfang hatte sich der Einsatz von Derivaten auf Marktrisiken (Wechselkurse, Zinsen, Börsenkurse, Rohstoffpreise) beschränkt. Im Laufe der Zeit gesellten sich aber neue Anwendungen hinzu. Seit Mitte der 1990er Jahre kommen Derivate auch im Umgang mit Ausfallrisiken zum Einsatz. Deren Erträge hängen von der Entwicklung der Zinsaufschläge für Schuldner geringerer Bonität sowie von der Wahrscheinlichkeit eines Konkurses bzw. einer Herabstufung der Schuldnerqualität ab. Im Juni 2004 vereinten diese so genannten Kreditderivate 3% der Gesamtsumme der derivativen Produkte auf sich. Neuartige Derivate, deren Wert sich beispielsweise von Wirtschaftsindikatoren, demografischen Kennzahlen (Longevity Bonds) oder gar Wetterstatistiken ableitet, sind seit kurzer Zeit ebenfalls am Markt erhältlich. Die Entwicklungsmöglichkeiten solcher Produkte scheinen unbegrenzt. Für die Schaffung neuer Derivate genügt es, dass eine ausreichende Nachfrage nach einem standardisierten Produkt besteht, der Wert des Basisinstruments nicht manipulierbar ist und sich dessen statistische Eigenschaften modellieren lassen.

Die potenziellen Risiken, die mit der Verbreitung der Derivate verbunden sind, waren Gegenstand zahlreicher Untersuchungen seitens der Zentralbanken. Diese Arbeiten, an denen sich auch die Nationalbank beteiligte, kamen zum Schluss, dass Derivate grundsätzlich einen positiven Einfluss ausüben, weil ihr Einsatz ein besseres Risikomanagement ermöglicht. Allerdings deckten die Analysen auch einige Sicherheitslücken auf. Daher wurden Anstrengungen unternommen, um die Abwicklungs- und Gegenparteirisiken im Derivategeschäft zu begrenzen und sicherzustellen, dass die Banken diese bei der Berechnung der Kapitalunterlegung gebührend berücksichtigen.³

7.2.4 Institutionelle Anleger als neue Akteure

Während die Intermediation der Banken im engeren Sinne (Entgegennahme von Einlagen und Kreditgewährung) im letzten Vierteljahrhundert an Bedeutung verloren hat, sind andere Intermediäre bei der Annahme und Anlage von Spargeldern wichtiger geworden. Es handelt sich insbesondere um Versicherungsgesellschaften, Pensionskassen sowie Investmentgesellschaften und -fonds. Diese so genannten institutionellen Anleger haben am Markt inzwischen einen beträchtlichen Einfluss erlangt. Im Jahr 2001 verwalteten sie Vermögen von 35 000 Mrd. (1990: 14 000 Mrd.) US-Dollar.⁴ In der Schweiz betreuten sie im selben Jahr Vermögen von mehr als 1000 Mrd. Franken. Der Anteil der unabhängigen Pensionskassen erreichte damals 49%, derjenige der Versicherungsgesellschaften 37% und jener der Investmentgesellschaften und -fonds 14%.

Das Wachstum und die Entwicklung der institutionellen Anleger haben die Grösse, die Struktur und die Innovationskraft der Finanzmärkte wesentlich beeinflusst. Deren hohe Ansprüche an das Risikomanagement begünstigten die Entwicklung des Financial Engineering. Zudem haben die Impulse, die von ihrer Seite ausgingen, massgeblich zur Qualitätssteigerung der verfügbaren Finanzdaten sowie zur Erhöhung der Liquidität und der Sicherheit der Handels- und Abwicklungssysteme beigetragen. Die institutionellen Anleger haben schliesslich auch die Erkenntnisse der Finanztheorie im Portfoliomanagement systematisch umgesetzt.

Eine bestimmte Kategorie institutioneller Anleger übte einen wachsenden Einfluss auf die Finanzmärkte aus: die Hedge-Fonds. Es handelt sich dabei um private Anlagevehikel, die unterschiedliche Anlagestrategien verfolgen, um eine möglichst hohe absolute Rendite zu erwirtschaften. Die unter

³ BIZ (1992b, 1994, 1995).

⁴ OECD (1998, 2003).

Verwaltung von Hedge-Fonds stehenden Vermögen stiegen von weniger als 40 Mrd. US-Dollar im Jahre 1990 auf über 1000 Mrd. US-Dollar im Juni 2005. Die Manager dieser Fonds verfügen über einen grossen Handlungsspielraum, und ihre Honorare sind eng an die Wertentwicklung der verwalteten Mittel geknüpft. Ein weiteres Kennzeichen der Hedge-Fonds ist der Einsatz von Fremdmitteln (Leverage-Effekt). Man hat ihnen oft einen destabilisierenden Einfluss auf den Markt nachgesagt. Während der Krise des LTCM-Fonds im Jahr 1998 musste die Federal Reserve Bank of New York intervenieren, um dessen geordnete Liquidation sicherzustellen. Hier zeigte sich, dass der übertriebene Einsatz von Fremdmitteln für das Finanzsystem ein potenzielles Risiko darstellt. Nach dieser Erfahrung haben zahlreiche Institutionen – unter ihnen auch die Zentralbanken – den Einfluss der Hedge-Fonds auf die Märkte unter die Lupe genommen und sich mit der Frage befasst, ob zusätzliche Vorschriften notwendig seien. Auch die SNB beteiligte sich an diesen Arbeiten. Sie zog aus ihnen den Schluss, dass Hedge-Fonds im Allgemeinen zur Liquidität, Effizienz und Flexibilität der Finanzmärkte beitragen. Es besteht aus Sicht der SNB aber die Möglichkeit, dass bestimmte Segmente dieser Branche bestehende Markttrends manchmal verstärken oder Verwerfungen – wenn nicht gar abrupte Trendwenden – in der Kursentwicklung verursachen. Hinsichtlich der Risiken für die Stabilität des Finanzsystems kam die Nationalbank zur Überzeugung, dass die Gefahr gering sei, solange die wichtigsten Gegenparteien der Hedge-Fonds – im Allgemeinen die weltweit tätigen Investmentbanken – ein vorsichtiges und diszipliniertes Risikomanagement betreiben.⁵

7.2.5 Die Finanzmärkte im Zeichen der Globalisierung

Das letzte Vierteljahrhundert war von einer deutlich verstärkten Globalisierung der Finanzmärkte geprägt. Diese Tendenz folgte derselben wirtschaftlichen Logik wie die Entwicklungen an den Märkten für Güter und Dienstleistungen. An globalisierten Finanzmärkten lässt sich privates Sparkapital dorthin lenken, wo es die grösste Produktivität verspricht. Die Globalisierung bietet den einzelnen Ländern insbesondere die Möglichkeit, Spar- und Anlageentscheidungen voneinander zu trennen. Bereits seit den 1960er Jahren befanden sich die Finanzmärkte in einem Öffnungsprozess, aber zu Beginn der 1980er Jahre waren sie immer noch stark segmentiert. Damals betragen die im Ausland platzierten Vermögenswerte insgesamt rund 25% des weltweiten BIP. Dies war deutlich mehr als noch im Jahre 1960 (6%), lag aber

5 Hildebrand (2005); SNB (2005a), S. 23.

kaum höher als der Anteil, den man für 1914 schätzte, den Zeitpunkt also, zu dem die Globalisierungsphase Anfang des 20. Jahrhunderts ihren Höhepunkt erreicht hatte. Seit 1980 steigt der Anteil der im Ausland platzierten Anlagen kontinuierlich weiter. Im Jahr 2000 erreichte er 90% des BIP.⁶ In der Schweiz, einer kleinen offenen Volkswirtschaft mit einem bedeutenden Finanzplatz, fallen die entsprechenden Zahlen noch eindrucklicher aus. 2003 erreichten die im Ausland angelegten Vermögen einen Stand von 550% des BIP im Vergleich zu 175% im Jahre 1983. Der Einfluss der ausländischen Investoren verstärkte sich an sämtlichen Märkten. Zum Beispiel hat sich der Anteil der ausländischen Besitzer amerikanischer Aktien zwischen 1975 und 2003 verdreifacht, bei den Unternehmensanleihen liegt der Multiplikationsfaktor für dieselbe Periode bei 25. Die amerikanischen Aktienanleger hielten im Jahr 2000 12% ihres Aktienvermögens in ausländischen Aktien, 20 Jahre zuvor war es lediglich 1% gewesen. Der Anteil der Auslandsanlagen bleibt trotz seines Anstiegs immer noch deutlich hinter dem Wert zurück, den eine einzig auf Risiko und Rendite ausgerichtete Optimierung empfehlen würde. Es zeigt sich deutlich, dass die Anleger häufig immer noch instinktiv einheimischen Anlagen den Vorzug geben.

Zu den der Globalisierung förderlichen Faktoren zählen insbesondere der technologische Fortschritt in den Bereichen Informationsübermittlung und -verarbeitung, die erhöhte Aktivität institutioneller Anleger sowie – in Europa – die Realisierung des Binnenmarktes und der Währungsunion. Der Abbau gesetzlicher Schranken im Kapitalverkehr spielte ebenfalls eine wichtige Rolle. Trotzdem fielen die letzten Hemmnisse in den Industrieländern erst zu Beginn der 1990 Jahre. In dieser Hinsicht kam der Schweiz innerhalb Europas lange Zeit eine Vorreiterrolle zu. In den Schwellenländern schritt die Liberalisierung langsamer voran: Im Jahr 2000 entsprach ihr Stand demjenigen der Industrieländer 20 Jahre zuvor.⁷ Seit der Finanzkrise, die 1998 in Asien ausbrach, geht man jedoch davon aus, dass zuerst bestimmte interne finanzielle Stabilitätsbedingungen erfüllt sein sollten, bevor der Kapitalverkehr vollständig freigegeben wird.

Man könnte denken, dass die internationalen Kapitalflüsse in erster Linie durch Unterschiede in den Spar- und Investitionsquoten der einzelnen Länder und den sich hieraus ergebenden Ertragschancen gesteuert werden. Die Entwicklung der Brutto- bzw. Nettokapitalflüsse zwischen den einzelnen Ländern zeichnet aber ein gänzlich anderes Bild: Es waren nämlich die Brut-

6 Obstfeld und Taylor (2004).

7 Miniane (2004).

tovermögenspositionen zwischen den Industrieländern, welche den stärksten Anstieg zu verzeichnen hatten, während die Nettositionen auf einem bescheidenen Niveau verharrten. In dieser Hinsicht stellt die Schweiz mit ihrem Nettoauslandvermögen von 140% des BIP eher eine Ausnahme dar. Das Auseinanderdriften von Brutto- und Nettositionen scheint die These zu belegen, wonach die internationalen Kapitalflüsse in erster Linie durch den Wunsch der Investoren aus den Industrieländern ausgelöst werden, ihre Anlagen ins Ausland zu diversifizieren. Als Kehrseite der Konzentration der Kapitalflüsse auf die Industrieländer ist das Engagement der Schwellenländer an den Finanzmärkten hinter deren wirtschaftlicher Bedeutung zurückgeblieben. So betrug ihr Anteil am weltweiten BIP Ende 2003 zwar 25%, aber sie vereinigten nur 13% der globalen Aktienkapitalisierung und weniger als 6% der weltweit ausstehenden Obligationen auf sich.

7.2.6 Die Folgen für die Stabilität der Finanzmärkte

Haben die Zunahme der Aktivitäten an den Finanzmärkten, die Vervielfachung des Einsatzes von Derivaten, das Auftreten neuer Finanzintermediäre und die fortschreitende Globalisierung der Finanzflüsse die Finanzmärkte in den letzten Jahrzehnten instabiler gemacht? Grundsätzlich tragen diese Entwicklungen wohl eher zur Effizienzsteigerung der Märkte bei. Haushalte und Unternehmen können nunmehr ein wesentlich breiteres Angebot an Finanzdienstleistung in Anspruch nehmen. Sie sind in der Lage, sich gegen Risiken zu versichern, gegen die sie früher nicht geschützt waren. Zudem haben sie rascheren Zugriff auf Informationen, deren Qualität sich ebenfalls verbessert hat. Gleichzeitig können die Märkte dank ihrer Liquidität Transaktionen von beträchtlichem Umfang ohne Kursfluktuationen absorbieren. Steht also alles zum Besten in der besten aller Welten? Die Finanzkrisen des letzten Vierteljahrhunderts mahnen zu einer gewissen Vorsicht. Seit 1980 waren zwei Börsen-Crashes (1987 und 2000), eine heftige Krise des Europäischen Währungssystems (1992) sowie sechs grössere Finanzkrisen in den Schwellenländern zu verzeichnen. Der Internationale Währungsfonds registrierte seinerseits 64 Bankenkrisen und 79 Devisenmarktkrisen von geringerer Tragweite, die sich zwischen 1970 und 1998 abspielten. Wie lassen sich diese Ereignisse mit der Effizienzsteigerung an den Finanzmärkten vereinbaren?

Zunächst sind Finanzkrisen nicht immer ein Zeichen für schlecht funktionierende Finanzmärkte. Der Wert eines Finanzinstruments entspricht dem Barwert seiner künftigen Zahlungsströme und hängt folglich von zahlreichen Parametern ab, die sich mit den Erwartungen der Wirtschaftssub-

jekte ändern können. Es überrascht somit nicht, dass unerwartete Ereignisse eine abrupte Kurskorrektur bestimmter Vermögenswerte nach sich ziehen und damit – in Extremfällen – sogar eine Finanzkrise auslösen können. Auch das Phänomen der Ausbreitung von Finanzkrisen lässt sich häufig durch fundamentale Faktoren erklären (Empfänglichkeit für die gleichen Schocks, wirtschaftliche Abhängigkeit) und ist nicht unbedingt ein Zeichen für eine Überreaktion der Märkte. Die stärkere wechselseitige Abhängigkeit der Finanzmärkte ist somit nur Ausdruck einer fortgeschrittenen Integration der einzelnen Volkswirtschaften.

Das häufigere Auftreten von Krisen könnte auch nur ein vorübergehendes Phänomen sein, wie es oft mit einer Phase der Entwicklung neuer Märkte einhergeht.⁸ Grundbedingungen für ein gut funktionierendes Finanzsystem sind der freie Nachrichtenfluss und ein diszipliniertes Verhalten der Marktteilnehmer. Diese müssen sich mit komplexen Instrumenten vertraut machen und mitunter ein Lehrgeld bezahlen. Die Aufsichtsbehörden sollten die Stabilität des Finanzsystems somit dadurch fördern, dass sie die Marktteilnehmer zu Selbstdisziplin veranlassen und darüber wachen, dass die (unvermeidlichen) Krisen ohne Eingehen systemischer Risiken behoben werden.

Dennoch lässt sich nicht ausschliessen, dass die Liberalisierung der Kapitalmärkte die zyklischen Kurshaussen und -baissen der Finanzinstrumente verstärkt hat. Die Zyklen beginnen häufig mit einer Welle des Optimismus und der Unterschätzung von Risiken, einer allzu grosszügigen Kreditgewährung, einem übertriebenen Anstieg der Kurse, Überinvestitionen seitens der Unternehmen und einem Konsumrausch der privaten Haushalte. Sobald die Erwartungen wieder auf den Boden der Tatsachen zurückfinden, erfolgen Korrekturen des Ungleichgewichts, die häufig eine Rezession auslösen. Seit dem Ende der 1990er Jahre scheinen derartige Zyklen die Entwicklungen an den Aktien- und Obligationenbörsen sowie an den Immobilienmärkten mitgeprägt zu haben. Sie erschwerten die Aufgabe der Zentralbanken, da die rechtzeitige Identifikation potenzieller Ungleichgewichte in der Regel schwierig ist und Gegenmassnahmen mitunter in Widerspruch zum vorrangigen Ziel der Preisstabilität geraten können. Obwohl die SNB die Kurse von Finanzinstrumenten nicht direkt stabilisieren sollte, geht sie grundsätzlich davon aus, dass deren Entwicklung zu berücksichtigen ist, wenn sie Auswirkungen auf die künftige Inflation haben könnte.⁹

8 Crockett und Cohen (2001).

9 Roth (2002).

7.3 Die Entwicklungen im Bankensektor

URS W. BIRCHLER

7.3.1 Die Schweizer Banken als Teil der internationalen Wirtschaft

Im Zuge der Globalisierung der Finanzmärkte hat die internationale Verflechtung der Schweizer Banken und Finanzmärkte in den vergangenen 25 Jahren weiterhin zugenommen. Zugleich zeigten sich auch die möglichen Grenzen des Finanzplatzes Schweiz.

Die Schweiz ist eine internationale Drehscheibe für Kapitalien geblieben. Dies zeigt sich darin, dass der Bruttokapitalexport (Geldaufnahmen ausländischer Schuldner) den Nettokapitalexport (Ertragsbilanzüberschuss) stets um ein Mehrfaches übertraf. Während die Kapitalexporte – in absoluten Grössen gemessen – weiterhin zunahmen, ging jedoch der Anteil des Schweizer Frankens am Gesamtvolumen der internationalen Kapitalaufnahmen deutlich zurück. Auch wanderte das Emissionsgeschäft zum Teil ins Ausland (London) ab, obwohl sich die SNB dieser Entwicklung lange entgegenstemmte: Einerseits liberalisierte sie ihre Praxis der Kapitalexportbewilligung, andererseits versuchte sie, die Emission von Frankenanleihen im Ausland durch die Anwendung des Verankerungsprinzips zu verhindern (siehe 4.7).

In der betrachteten Periode haben ausländische Banken ihre Präsenz in der Schweiz weiter ausgebaut. Die Zahl ihrer Niederlassungen – rechtlich selbständige Tochtergesellschaften und unselbständige Filialen (ohne Finanzgesellschaften) – stieg von 120 auf 326. Im Gegenzug verstärkten die Schweizer Banken ihre Präsenz im Ausland. Im Jahr 2005 arbeitete jeder sechste, bei den Grossbanken jeder vierte Mitarbeiter im Ausland. Der internationale Wettbewerb bedeutete für die Schweizer Banken einerseits eine Diversifizierung der Ertragsquellen, andererseits zwang er sie, die Effizienz unablässig zu steigern. Beides ist der Stabilität der Banken längerfristig förderlich. Allerdings zeigten sich immer wieder die kurzfristigen Risiken einer Präsenz auf den internationalen Finanzmärkten: In einzelnen Jahren erlitten Schweizer Banken in stark umkämpften Geschäftsbereichen – wie dem Investment Banking – Verluste. Ferner akzentuierten sich rechtliche Risiken, beispielsweise im Zusammenhang mit Verstössen der Banken gegen nationale Regeln zu Börsengängen oder Unternehmensübernahmen.

Im vergangenen Vierteljahrhundert hat auch die internationale Verflechtung der Schweizer Banken in Form von Guthaben und Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland weiterhin stark zugenommen. Der Anteil der ausländischen Guthaben an der Bilanzsumme stieg von 38% auf 65%, jener der Verbindlichkeiten von 32% auf 59%. Darin noch nicht eingerechnet sind die

zum grössten Teil aus dem Ausland stammenden und vollumfänglich im Ausland angelegten Treuhandgelder, die als quellensteuerfreie Anlagen vor allem in Zeiten hoher kurzfristiger Zinssätze eine attraktive Alternative zu den der Quellensteuer unterliegenden Termineinlagen bildeten. Das Volumen der Treuhandgelder entsprach im Durchschnitt rund einem Sechstel der Bilanzsumme, stieg aber in der Hochzinsphase Anfang der 1990er Jahre vorübergehend auf mehr als ein Viertel des Bilanzgeschäfts.

Der überwiegende Anteil der im Ausland angelegten Aktiven der Banken blieb auf Industrieländer beschränkt: Die Schweizer Banken erwiesen sich deshalb als widerstandsfähig gegenüber den Krisen der südostasiatischen und lateinamerikanischen Volkswirtschaften der zweiten Hälfte der 1990er Jahre, auf die lediglich rund 3% (Südostasien), bzw. 1% (Lateinamerika) der Auslandsanlagen entfielen.

7.3.2 Die Krise im Inlandgeschäft...

Die erste Hälfte der 1990er Jahre war für die Schweizer Banken die schwierigste Periode im vergangenen Vierteljahrhundert, wenn nicht gar seit den 1930er Jahren.¹⁰ Die Probleme, die zur Krise führten, bauten sich langsam auf. Zum einen hatten die Banken den Wettbewerb am Binnenmarkt während Jahren durch zahlreiche Kartellabsprachen unter der Schirmherrschaft der Schweizerischen Bankiervereinigung eingeschränkt. Gegen Ende der 1980er Jahre lösten sie diese teils freiwillig, teils unter dem Druck der Kartellkommission bzw. nach einem auch vom Bundesgericht gestützten Entscheid des Eidgenössischen Volkswirtschaftsdepartements auf.¹¹ Ertragsgeschwächere Banken, die sich im Schutze dieser Absprachen gerade noch halten können, kamen dadurch in Schwierigkeiten.

Zum anderen hatten die konjunkturelle Überhitzung und tiefe Zinsen in der zweiten Hälfte der 1980er Jahre die Immobilienpreise übermässig in die Höhe getrieben. Die Preise für Einfamilienhäuser beispielsweise verdoppelten sich zwischen 1980 und 1990. Dieser Immobilienboom war gleichzeitig Ursache und Folge einer starken Expansion der Bankkredite: Einerseits erlaubten die höheren Preise den Schuldnern, mehr Kredit aufzunehmen; andererseits nährte die zusätzliche Kreditgewährung ihrerseits die Nachfrage nach Immobilien und deren Preisanstieg. Das Kreditvolumen wuchs 1988 bis 1991 mit zweistelligen Jahresraten. Nachdem die SNB auf einen restriktiven

10 Zum Vergleich der Krise in der Schweiz mit anderen Industrieländern siehe BIZ (2004), S. 43–48.

11 BGE 117 Ib 481 (25. Oktober 1991).

geldpolitischen Kurs eingeschwenkt war (siehe 4.3.2), bildeten sich die Immobilienpreise 1991 um rund 20% zurück, und die Bankkredite wuchsen kaum noch.

Die Banken konnten ihre steigenden Refinanzierungskosten – trotz fristenkonformer Refinanzierung – in vielen Fällen nicht an ihre Schuldner weitergeben. Zahlreiche Schuldner, vor allem die Eigentümer der in den letzten Boomphasen erworbenen Immobilien, gerieten in die Schere aus höheren Zinskosten und konjunkturell bedingt tieferen Erträgen. Entsprechend stieg der Anteil schlechter Kredite in den Büchern der Banken kräftig an. Nach Schätzungen der Eidgenössischen Bankenkommission (EBK) mussten die Schweizer Banken in den Jahren 1991 bis 1996 insgesamt 8,5% ihres Kreditvolumens abschreiben. Die Grossbanken erlitten in dieser Periode Verluste von 10% des Kreditbestandes, konnten diese aber durch Erträge in anderen Sparten, namentlich aus dem Auslandgeschäft, wettmachen. Die Kantonal- und Regionalbanken mussten rund 5% der Kredite abschreiben. Am stärksten traf es die stark vom inländischen Kreditgeschäft abhängigen Regionalbanken. Fast ungeschoren kamen die genossenschaftlich organisierten und auf erste Hypotheken in ländlichen Regionen spezialisierten Raiffeisenbanken davon.

Deshalb ging die Episode als «Regionalbankenkrise» in die Geschichte ein. Die erste Bank, die zusammenbrach, war die Spar+Leihkasse Thun, eine mittelgrosse Regionalbank mit einer Bilanzsumme von gut 1 Mrd. Franken. Die EBK schloss sie angesichts von Refinanzierungsproblemen und des Verdachts auf Überschuldung im Oktober 1991 für die Öffentlichkeit überraschend. Diese Massnahme schuf eine für die Schweiz ungewohnte Situation: Zum einen hatte die Bank kurz zuvor beim zuständigen kantonalen Gericht noch Bankenstundung beantragt. Diese wurde gewährt, mit der Folge, dass sowohl ein Sachwalter des Gerichts als auch ein Liquidator der EBK Anordnungen treffen konnten; das Verhältnis zwischen den beiden musste schliesslich das Bundesgericht klären.¹² Zum anderen bildeten sich bei der Auszahlung einer ersten Rate von Guthaben Schlangen vor den Schaltern der Bank. Das Fernsehen strahlte die Bilder, die an die 1930er Jahre erinnerten, weltweit aus.

In den folgenden Monaten gerieten zahlreiche weitere Regionalbanken in Schwierigkeiten. Sie hatten, anders als die Grossbanken und grösseren Kantonalbanken, kaum Erträge aus anderen Geschäftsfeldern, mit denen sie die Verluste aus dem Hypothekengeschäft und der Immobilienfinanzierung wett-

12 BGE 117 III 83 (18. Dezember 1991); BGE 119 III 37 (20. Januar 1993).

machen konnten. Am stärksten gefährdet waren Banken, die wegen des Immobilienbooms rasch gewachsen waren, ihre Schuldner zu wenig vorsichtig ausgewählt hatten und ihre Kredite statt mit vergleichsweise günstigen Spargeldern durch teurere Festgelder refinanzieren mussten. In der Folge verschwand zwischen 1991 und 1996 mehr als die Hälfte der ursprünglich rund 180 Regionalbanken. Die Spar+Leihkasse Thun blieb indessen der einzige wirkliche Insolvenzfall mit Verlusten für die Gläubiger. Andere bedrohte Banken wurden meist von Grossbanken oder Kantonalbanken übernommen.

7.3.3 ... und ihre Bewältigung

Die geordnete Bewältigung der Probleme war auch die Frucht eines geeigneten Krisenmanagements: Als sich nach der Schliessung der Spar+Leihkasse Thun die Lage im Regionalbankensektor zunehmend verschlechterte, bildete sich unter der Leitung der EBK ein Sonderausschuss Regionalbanken, in welchem neben Vertretern wichtiger Banken auch die Bankiervereinigung und die SNB Einsitz nahmen.

Zunächst vertraten EBK und SNB unterschiedliche Standpunkte: Die für die Aufsicht über die einzelnen Institute verantwortliche EBK befürchtete unter dem Eindruck der zunehmenden Zahl der Problemfälle einen Vertrauensschwund im Bankensystem, der zu einem Flächenbrand hätte führen können. Sie war deshalb offen gegenüber einer Hilfeleistung an die Regionalbanken durch die Nationalbank oder den Bund. Die SNB hingegen vertrat die Auffassung, es läge keine Systemkrise vor. Der Anteil der Regionalbanken an der Bilanzsumme des gesamten schweizerischen Bankensystems betrug Ende 1991 lediglich 8,3%. Da die Mehrheit der Regionalbanken nach wie vor gesund war, stellten die wirklich gefährdeten Banken einen Anteil von weniger als 3% des Bankensystems dar. Zudem befürchtete die Nationalbank, eine Beteiligung der öffentlichen Hand an der Krisenbewältigung würde einen gefährlichen Präzedenzfall schaffen. Sie suchte eine marktwirtschaftliche Lösung der Probleme. Gleichzeitig stellte sie klar, dass solvente Banken mit Liquiditätshilfe rechnen durften.

Im Sonderausschuss wurden verschiedene konkrete Lösungsansätze diskutiert. Die Banken schlugen bereits 1991 vor, eine Auffanggesellschaft für bedrohte Banken zu errichten, wobei sich Bund und Kantone am Risikokapital hätten beteiligen sollen. Ein anderes Modell war als Liquidationsgesellschaft gedacht, die solvente, aber längerfristig kaum überlebensfähige Banken übernehmen sollte. Sie wäre von den Banken finanziert, aber ebenfalls mit Garantien des Bundes abgesichert worden.

Die SNB lehnte Pläne mit finanzieller Beteiligung der öffentlichen Hand an den Risiken der Banken grundsätzlich ab. Sie war indessen an einer raschen und klaren Lösung interessiert, da das öffentliche Vertrauen in die Regionalbanken labil war: Seit der Schliessung der Spar+Leihkasse Thun flossen gemäss SNB-Statistik Kundengelder von den Regionalbanken ab. Grundsätzlich war die Nationalbank bereit, als letzte Liquiditätsquelle (Lender of Last Resort) solventen Banken notfalls Liquiditätshilfe zu leisten. So sagte sie Mitte 1992 einen Betrag von 30 Mio. Franken zur Refinanzierung eines von der Bankiervereinigung gebildeten Krisenfonds zu. Ferner legte sie einen Dreistufenplan vor, der eine klare Triage beinhaltete:

- Anwendung der Eigenmittelvorschriften aufgrund aktueller Bewertungen,
- Schliessung der Banken, welche innerhalb einer angesetzten Frist die Eigenmittelvorschriften nicht erfüllen können,
- Liquiditätsgarantie für alle Banken, die die Eigenmittelvorschriften erfüllen.

Auch der Sonderausschuss behandelte die Liquiditätsprobleme. Er prüfte die Möglichkeiten der Liquiditätshilfe, die mit der damals geltenden restriktiven gesetzlichen Umschreibung der notenbankfähigen Papiere vereinbar waren. Die wichtigste Option, eine Kreditgewährung über die Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute, hätte den Anforderungen des Nationalbankgesetzes genügt, erwies sich indessen als schwer vereinbar mit den Aufgaben der Pfandbriefbank. Deshalb untersuchte der Sonderausschuss zusammen mit dem Eidgenössischen Finanzdepartement (EFD), ob und wie sich das gesetzliche Instrument des Fälligkeitsaufschubs aktivieren liesse. Im Januar 1993 erreichte die Krise ihren Höhepunkt: Die Publikation der Jahresergebnisse der Banken für 1992 stand unmittelbar bevor, und für viele Banken wurden schlechte Zahlen erwartet. Damit war ein weiterer – vielleicht entscheidender – Verlust des Vertrauens in die Regionalbanken zu befürchten.

Es gelang dem Sonderausschuss jedoch, mit Hilfe der Banken Lösungen für die einzelnen Problemfälle zu finden, wodurch auch das Publikum allmählich wieder Vertrauen in die Regionalbanken gewann. Die EBK erleichterte die Übernahme bedrohter Banken, indem sie die Eigenmittelunterlegung für bankeigene – auch von konkursiten Schuldern übernommene – Immobilien vorübergehend reduzierte. Es kam in der Folge weder zu einer Auffang- oder Liquidationsgesellschaft noch wurde der Dreistufenplan der Nationalbank umgesetzt. Auch ein Fälligkeitsaufschub erwies sich als unnötig.

7.3.4 Konsolidierung und Konzentration

Der Bankensektor hatte die Probleme der Regionalbanken also weitgehend selbst gemeistert. Die gesunden Regionalbanken schlossen sich im Regionalbankenverband enger als zuvor zusammen und reformierten dessen Gemeinschaftseinrichtungen. Der 1994 gegründeten Holding der Schweizer Regionalbanken (RBA-Holding) traten zwei Drittel der Regionalbanken bei. Verschiedene bedrohte Regionalbanken wurden übernommen oder fusionierten untereinander, wobei die neuen Gebilde, wie die Neue Emme Bank oder die Seeland Bank, nicht immer lebensfähig waren. Schliesslich gingen deshalb die meisten der gefährdeten Regionalbanken in den Grossbanken, seltener in den Kantonalbanken auf. Dabei half der Sonderausschuss entscheidend mit, Informationen rechtzeitig auszutauschen und gangbare Lösungen zu finden.

Eine Ausnahme bildete die Banque Vaudoise de Crédit (BVC), der bei Ausbruch der Krise zweitgrössten Regionalbank. Der Kanton rettete sie im Dezember 1993 angesichts festgestellter Überschuldung mit einer Garantie vor der drohenden Schliessung durch die EBK und integrierte sie in die Banque Cantonale Vaudoise. Lediglich einen Monat zuvor hatte die EBK aufgrund der vorliegenden Revisionsberichte noch keine Einwände gegen die Weiterführung der BVC geäussert. Der Nationalbank als Lender of Last Resort zeigte dieser Fall drastisch die Schwierigkeit, die Solvenz, und damit die Kreditwürdigkeit, einer bedrohten Bank kurzfristig zu beurteilen.

Auch an den Kantonalbanken ging die Krise nicht spurlos vorbei. Einige unter ihnen kämpften ebenfalls mit Problemen oder mussten sogar unter Einsatz von Steuergeldern saniert werden. Den grössten Verlust erlitt Anfang der 1990er Jahre mit 3 Mrd. Franken die Berner Kantonalbank, die 1991 mit der Hypothekarkasse des Kantons Bern fusioniert hatte. Auch in den Kantonen Genf und Waadt hatten je zwei kantonale Institute existiert, die in den 1990er Jahren fusionierten und später in Schieflage gerieten. Die finanziell ebenfalls angeschlagene Solothurner Kantonalbank wurde 1995, mit kantonalen Zuschüssen, vom Schweizerischen Bankverein übernommen und ging später als SoBa an die Basler Versicherung. Anfang 1997 ging die Kantonalbank von Appenzell Ausserrhoden in der Schweizerischen Bankgesellschaft auf. So reduzierte sich die Zahl der Kantonalbanken im Zeitraum von 1990 bis 1998 von 29 auf 24.

Die gesetzlichen Instrumente wie Bankenstundung und Fälligkeitsaufschub erwiesen sich in der Krise als untauglich.¹³ Dies führte zu einer Revi-

¹³ Zulauf (1998a).

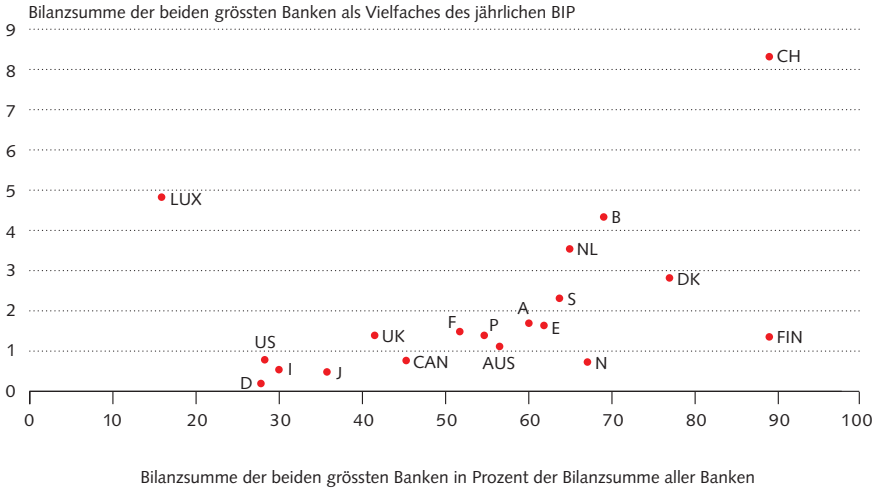
sion des Bankengesetzes im Bereich von Banksanierung, Bankliquidation und Einlegerschutz (Abschn. 11–13), die allerdings erst Mitte 2004 in Kraft trat. Ihr Ziel war zum einen, das Verfahren zu straffen und die Oberhoheit der EBK im Krisenfall zu verankern. Zum anderen sollte die zuvor nicht vorgesehene Sanierung einer bedrohten Bank leichter möglich sein. Auch das Verfahren der Liquidation wurde neu geregelt. Schliesslich stimmte das Gesetz den Schutz der Einleger bei einer Sanierung oder Liquidation (Konkursprivileg für die ersten 30 000 Franken pro Einleger) besser auf deren Bevorschussung im Rahmen der Einlegerschutzkonvention der Bankiervereinigung ab.

Die SNB wirkte an dieser Revision von Anbeginn mit und teilte deren Ziel, den Kleingläubiger besser zu schützen. Sie trat jedoch insbesondere für ein Sanierungsrecht ein, das im Notfall erlaubte, eine Bankbilanz – im Extremfall bei laufendem Betrieb – rasch zu sanieren. Die neuen Gesetzesbestimmungen lassen der EBK bei der Formulierung des Sanierungsplans weitgehend freie Hand; als ultima ratio ermöglichen sie sogar die zwangsweise Umwandlung von Fremdmitteln in Eigenkapital.¹⁴ Dies erleichtert eine rasche Sanierung auch ohne Beizug der öffentlichen Hand. Da die EBK damit über ein wirksames Instrumentarium verfügt, um die Solvenz einer Bank wiederherzustellen, kann die Nationalbank ihrer Aufgabe als letzte Kreditgeberin für nicht überschuldete Banken besser gerecht werden.

Obwohl die Grossbanken in dieser Krise als stabilisierende Kraft wirkten, hatten sie – neben ihren eigenen Verlusten aus der Immobilienfinanzierung – noch weitere Schwierigkeiten zu bewältigen. Dazu gehörte die Suche nach der richtigen Struktur und Grösse. Die Schweizerische Kreditanstalt bildete ihre Organisation verschiedentlich um. Zunächst errichtete sie eine Holding-Gesellschaft, die CS Holding (später Credit Suisse Group). Dieser gliederte sie zwei der fünf Grossbanken ein: Sie erwarb 1990 die zuvor unabhängige Bank Leu und 1993 die Schweizerische Volksbank, die unter ähnlichen Problemen litt wie die Regionalbanken, dazu aber noch Verluste aus dem Edelmetallhandel zu verkraften hatte. Die Volksbank ging später vollständig in der Kreditanstalt auf. 1994 erwarb die CS Holding die Neue Aargauer Bank – zu jener Zeit die grösste Regionalbank der Schweiz. 1997 übernahm sie entsprechend der damaligen Tendenz zur Vereinigung des Banken- und Versicherungsgeschäfts innerhalb so genannter Allfinanz-Gruppen die Winterthur Versicherungen. Nach dem Platzen der Internet-Blase an den Börsen im Jahr 2000 erlitten viele Versicherungen, darunter die Winterthur, Verluste im Vorsorgegeschäft. Zudem erzielte auch Credit Suisse First Boston – der In-

14 Zulauf (1998b); Birchler und Egli (2003).

Grafik 7.1

**Wirtschaftliche Bedeutung der beiden jeweils grössten Banken in 19 Industrieländern
(Bilanzsummen Ende 2002)**

Quelle: Rime (2005); OECD (2002); BFS (2005); SNB (2005b).

vestment-Banking-Arm der Credit Suisse Group – während zweier Jahre negative Geschäftsergebnisse. In der Folge musste die Gruppe für 2000 einen beträchtlichen Verlust ausweisen. Dieser löste weit herum Unsicherheit aus und verdeutlichte, dass die Aufgabe der SNB als Lender of Last Resort nicht nur theoretisch ist.

Die Schweizerische Bankgesellschaft fusionierte Mitte 1998 mit der dritten verbliebenen Grossbank, dem Schweizerischen Bankverein, zur UBS, der mit Abstand grössten Schweizer Bank. Der Fusion war ein längeres Ringen um die Kontrolle über die Bankgesellschaft vorangegangen. Dabei spielte die BZ-Gruppe, welche aus der 1985 gegründeten BZ Bank entstanden und an der Bankgesellschaft massgeblich beteiligt war, eine bedeutende Rolle. Allerdings war es der Gruppe – nicht zuletzt wegen Stimmrechtsbeschränkungen – nicht gelungen, sich durchzusetzen, worauf juristische Auseinandersetzungen die Handlungsfähigkeit der Geschäftsleitung der Bankgesellschaft vorübergehend eingeschränkt hatten.

In den vergangenen 25 Jahren ist das Gewicht der beiden zunehmend international ausgerichteten Grossbanken beträchtlich gestiegen – sowohl gemessen am Bankensektor als auch an der Schweizer Wirtschaft insgesamt. Die Bilanzsumme dieser beiden grössten Banken betrug 1982 ein Drittel der Bilanzsumme des gesamten Bankensektors; dies entsprach gleichzei-

tig ungefähr dem Bruttoinlandsprodukt (BIP), also der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung eines ganzen Jahres. 2005 hielten die zwei grössten Banken zusammen 90% der Bilanzsumme aller Banken, was dem achtfachen Betrag der jährlichen gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung entsprach. Wie Grafik 7.1 zeigt, weichen die Zahlen für die Schweiz stark von jenen der anderen Industrieländer ab. Die Schweiz steht also wie kaum ein anderes Land vor der Herausforderung, die Stabilität des Bankensystems – ein äusserst kostbares Gut – zu erhalten. Sie im Krisenfall wieder herzustellen, würde die Möglichkeiten der öffentlichen Hand bei weitem übersteigen. Dies erklärt, warum die Systemstabilität eine so grosse Bedeutung für die SNB erlangt hat.

7.3.5 *Der Bankier: Berater, Kreditgeber oder Risikohändler?*

Auch der Beruf des Bankiers hat sich in den vergangenen 25 Jahren stark gewandelt. Ein traditionelles Kerngeschäft der international ausgerichteten Schweizer Banken ist die Vermögensverwaltung für Privatkunden (Private Banking). Es gedieh durchaus weiter und blieb auch die wichtigste Ertragsquelle, entwickelte sich allerdings von der «chasse gardée» der Schweizer Banken vermehrt zu einem international hart umkämpften Markt. Institutionelle, vor allem auf Wertsteigerung ihrer Vermögen ausgerichtete Anleger verdrängten zunehmend die auf Diskretion bedachten Privatanleger. Das schweizerische Bankgeheimnis verlor aus diesem Grund als Standortfaktor an Bedeutung. Die Schweizer Banken versuchten deshalb, durch hohe Professionalität der Vermögensverwaltung wettbewerbsfähig zu bleiben. Daneben verlegten sie ihre Niederlassungen auch zu den Kunden ins Ausland. Schliesslich nahmen sie mehr und mehr Abschied von der Tradition des persönlich haftenden Privatbankiers oder öffneten zuvor im Familienbesitz stehende Banken einer weiter gezogenen Eigentümerschaft.

Immer wichtiger wurde in den vergangenen 25 Jahren – jedenfalls für die international tätigen Banken – der Handel mit massgeschneiderten Finanzprodukten für Unternehmen und grössere Anleger. Dazu gehört auch das Geschäft mit Unternehmen, die erstmals einen Börsengang (IPO) anstreben. Schliesslich haben sich die Banken zu professionellen Risikohändlern entwickelt. Als solche setzen sie zunehmend quantitative mathematische und statistische Methoden ein. Deren Bedeutung wurde auch von den Aufsichtsbehörden anerkannt. Bereits 1995 erlaubten die auch von der Schweiz übernommenen Empfehlungen des Basler Ausschusses, dass die Banken ihre Marktrisiken aufgrund interner Modelle berechnen.

7.3.6 Herausforderung Regulierung

Während nach 1982 die Deregulierungswelle an den Finanzmärkten anhielt und überkommene staatliche Markteingriffe sowie private wettbewerbsfeindliche Absprachen beseitigte, gewann die Suche nach zweckmässigen Aufsichtsregeln (Prudential Regulation) an Schwung. Die SNB war infolge ihrer engen Zusammenarbeit mit der EBK ebenfalls daran beteiligt.

Ein Trend in der Bankenaufsicht war die Ausweitung der Schutzziele. Hatte beim Erlass der ersten, noch kantonalen Bankengesetze ursprünglich der kleine Spargläubiger der Banken im Zentrum der Schutzbemühungen gestanden (sichtbar an dem bis 1993 auf Spareinlagen beschränkten Konkursprivileg), galt das Interesse der Aufsicht später allen Gläubigern und schliesslich der Weiterführung der Bank schlechthin. Entsprechend wurden die Eigenmittelvorschriften in den letzten Jahrzehnten zur Hauptsäule der Bankenregulierung. Gleichzeitig verschob sich deren Begründung: Bis 1975 war das Erfordernis eigener Mittel noch an die Summe der *Verbindlichkeiten* einer Bank geknüpft. Sie wurden also ursprünglich eher als ein Polster verstanden, das die Gläubiger beim Zusammenbruch einer Bank schützen sollte. Bereits Mitte der 1970er Jahre wurden sie jedoch in der Bankenverordnung – entgegen dem Buchstaben des Bankengesetzes – als Prozentbeträge der verschiedenen *Aktiven* definiert. Dies entsprach dem veränderten Verständnis, wonach die eigenen Mittel die laufenden Risiken angemessen widerspiegeln sollten, nicht zuletzt um falsche Anreize zu vermeiden. Die 2005 von den Industrieländern getroffene neue Basler Eigenkapitalvereinbarung (Basel 2) entwickelte diesen Gedanken konsequent weiter.

Die Ausweitung der Schutzziele beschränkte sich nicht auf den engeren Bereich der Aufsicht über Banken. Das 1995 erlassene Börsengesetz dehnte den Schutzanspruch auf Anleger aus, wodurch auch die Regulierung von Vermögensverwaltern und sogar von Anlageberatern zu einem Thema wurde. Eine weitere Frage war schliesslich die zweckmässige Organisation der Aufsicht über die verschiedenen Finanzmarktteilnehmer, an deren Diskussion sich die SNB ebenfalls beteiligte.

Die Internationalisierung des Bankgeschäfts machte eine enge internationale Zusammenarbeit zwischen Notenbanken und Aufsichtsbehörden notwendig. Das wichtigste gemeinsame Gremium im letzten Vierteljahrhundert war der bereits 1974 von den Notenbankgouverneuren der Zehnergruppe (G10) gegründete Basler Ausschuss (lange Zeit als Cooke Committee bekannt). Neben ihm bestehen zwei Schwestergremien, nämlich das Committee for the Global Financial System (ursprünglich: Eurocurrency Standing Committee) und das Committee for Payments and Settlement Systems. Alle drei

Ausschüsse tagen unter der Ägide der Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) in Basel. Der Basler Ausschuss arbeitet zusammen mit Gremien der Wertpapieraufseher (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) sowie der Versicherungsaufseher (International Association of Insurance Supervisors, IAIS) und pflegt Kontakte zu den Rechnungslegungsexperten (International Accounting Standards Board, IASB). Die SNB war von Anfang an in den drei Komitees der G10 vertreten und beteiligte sich aktiv an den Arbeiten.

Der Basler Ausschuss veröffentlichte 1983 ein Konkordat zur internationalen Zusammenarbeit der Bankaufseher im Krisenfall. Es umschrieb erstmals die angemessene konsolidierte Aufsicht durch die Behörden im Mutterland einer Bank und nannte die Pflichten der Behörde des Gastlandes bei der Überwachung der dort niedergelassenen Teile einer Bankgruppe. Ziel des Konkordats war sicherzustellen, dass keine Bank der konsolidierten Aufsicht entging.

Als in den 1980er Jahren die international tätigen Banken mit zunehmend dünnerer Eigenmitteldecke operierten und insbesondere die japanischen Banken sehr rasch expandierten – sie stellten vorübergehend acht der weltweit zehn grössten Banken –, veröffentlichte der Basler Ausschuss 1988 den Capital Accord. Dieser empfahl, dass international tätige Banken ein Mindestkapital von 8% der risikogewichteten Aktiven nicht unterschreiten sollten. Die Empfehlung wurde nicht nur in den Industrieländern, sondern weltweit anerkannt und mehr oder minder umgesetzt. Später wurde sie ergänzt im Bereich der Ausserbilanzgeschäfte und der Marktrisiken.

2004 schliesslich verabschiedete der Ausschuss nach jahrelanger Arbeit die bereits erwähnten neuen Eigenkapitalvereinbarungen. Hauptelement ist ein Dreisäulenprinzip (Eigenmittel, nationale Umsetzung und Marktdisziplin durch Transparenz). Innerhalb der Eigenmittelempfehlungen bestehen Wahlmöglichkeiten. Insbesondere können die Banken wählen zwischen einem Standardansatz, einer Weiterentwicklung des Accord von 1988, und einem Ansatz, der auf einer internen Bewertung der Schuldner basiert (Internal Ratings Based Approach). Banken, die ausgefeilte Risikomessmethoden anwenden, werden belohnt durch niedrigere Unterlegungssätze. Die SNB hat zusammen mit der EBK an Basel 2 mitgewirkt. Beide Behörden begrüßten risikogerechtere Eigenmittelanforderungen, warnten indessen gleichzeitig vor einer Verringerung der Eigenmittelpolster im internationalen Bankgeschäft. Mit dem Anliegen, auch Zinsänderungsrisiken explizit in die Unterlegungssätze einzubauen, konnten sie sich allerdings nicht durchsetzen.

Die Bankenkrisen in mehreren Schwellenländern veranlassten den Basler Ausschuss, Kerngrundsätze einer wirksamen Aufsicht zu formulieren (1997).

Er arbeitete dabei eng mit den Aufsehern ausserhalb der G10 zusammen. Er reagierte damit teilweise auf den Internationalen Währungsfonds (IWF), der wünschte, dass seine eher geld- und fiskalpolitisch ausgerichteten Empfehlungen im Bereich der Finanzmarktstabilität Flankenschutz erhielten. Aus dem gleichen Grund führte der IWF auch das so genannte Financial Sector Assessment Program ein, an dem die Schweiz 2001 als eines der ersten Länder teilnahm. Zur besseren Koordination zwischen den verschiedenen Gremien gründete die G7 im Jahre 1999 schliesslich das Financial Stability Forum (FSF), in dem auch IWF, Weltbank und Basler Ausschuss vertreten sind. Der Vorsitz liegt bei der BIZ. Die Schweiz als wichtiger internationaler Geldgeber wurde erst 2007 Mitglied des Forums; den Vorzug hatten anfangs grosse Schuldnerländer erhalten.

Trotz all dieser Bemühungen bleiben noch wichtige Fragen der internationalen Zuständigkeit im Krisenfall offen: So stellt sich beim Zusammenbruch einer Bank mit Niederlassungen in verschiedenen Ländern die Frage der Zuständigkeit nationaler Gerichte und des anwendbaren Rechts, und zwar bei einer Sanierung bzw. im Vorfeld einer Schliessung, bei der Schliessung selbst sowie während einer Liquidation. Zu klären ist auch, welche Vermögensteile welchen Gläubigern zustehen. Zwischen Jurisdiktionen, welche alle Unternehmensteile als Gesamtheit sehen (Single Entity Approach), und solchen, welche nationale Guthaben und Verbindlichkeiten von den übrigen Teilen einer Bank getrennt ansehen (Separate Entity Approach), kommt es im Krisenfall fast zwangsläufig zu Konflikten, die eine effiziente Problemlösung verhindern können. Während die Schweiz mit der erwähnten Revision des Bankinsolvenzrechts zwar national über ein modernes Instrumentarium verfügt, besteht international kein Konsens über die Zuordnung von Zuständigkeiten und Vermögenswerten im Krisenfall. Hier ist eine schwierige, aber wichtige Aufgabe ungelöst geblieben.

7.4 Die Nationalbank als Lender of Last Resort

DANIEL HELLER UND HANS KUHN

7.4.1 Einleitung

Zu den klassischen Hauptfunktionen von Banken gehört die so genannte Fristentransformation, d. h. Banken nehmen Gelder auf kurze Frist an und leihen sie auf längere Frist aus. Diese unterschiedlichen Laufzeiten von Guthaben und Verpflichtungen können dazu führen, dass eine Bank in einen

Liquiditätsengpass gerät, wenn die Einleger ihre Gelder rascher als erwartet zurückziehen. Das kann insbesondere dann auftreten, wenn Bankkunden das Vertrauen in eine Bank verlieren.

Den Banken in einer solchen Krisensituation mit ausreichend Liquidität beizustehen, gehört traditionell zu den Aufgaben einer Zentralbank. Die Zentralbank übt dabei die Funktion des Kreditgebers in letzter Instanz aus, die unter der englischen Bezeichnung *Lender of Last Resort* bekannt ist.¹⁵ Mit solchen Liquiditätsspritzen versucht sie, unnötige Bankschliessungen und unerwünschte Panik- und Kettenreaktionen zu verhindern. Die Zentralbank wird mit dieser Aufgabe betraut, weil sie die einzige Institution ist, die uneingeschränkt (Zentralbank-)Geld schöpfen kann.

Bereits im 19. Jahrhundert entwickelten Henry Thornton und Walter Bagehot die zentralen Elemente des klassischen Modells eines *Lender of Last Resort*.¹⁶ Bagehot stellte fünf Grundsätze auf, die eine Zentralbank im Falle einer Liquiditätskrise verfolgen sollte und die bis heute die Eckpfeiler der Politik der Kreditgewährung in letzter Instanz vieler Zentralbanken geblieben sind:

- Die Vergabe von Krediten als *Lender of Last Resort* soll grosszügig sein,
- die Bereitschaft zur grosszügigen Kreditvergabe soll im Voraus klar bekannt gegeben werden,
- nur solvente Kreditnehmer sollen in den Genuss von Liquiditätshilfe kommen,
- die Kreditvergabe soll nur gegen ausreichende Sicherheiten erfolgen,
- der Kredit soll zu jenem Satz verzinst werden, der vor der Krise üblich war.

7.4.2 *Constructive Ambiguity*

Ein aus der Versicherungsökonomie bekanntes Problem ist das so genannte Verhaltensrisiko (*Moral Hazard*). Es liegt vor, wenn der Abschluss einer Versicherungspolice das Verhalten des Versicherungsnehmers beeinflusst. Das Wissen des Versicherten, dass er im Falle eines Schadens nicht die vollen Kosten des Ereignisses zu tragen hat, kann dazu führen, dass er sich weniger vorsichtig verhält. Übertragen auf den Fall der Kreditgewährung in letzter Instanz bedeutet dies, dass die Banken unter Umständen höhere Liquiditätsrisiken eingehen, sobald sie wissen, dass sie sich bei Bedarf auf den Liquiditätsbestand der Zentralbank verlassen können.

15 In den letzten Jahren ist es gebräuchlich geworden, nicht mehr nur von *Lender of Last Resort*, sondern auch von *Emergency Liquidity Assistance* zu sprechen.

16 Thornton (1802) und Bagehot (1873). Siehe auch 1.8.

Aus diesem Grund liessen die Zentralbanken die Marktteilnehmer lange Zeit über ihr Verhalten im Krisenfall im Dunkeln und legten ihre Strategie nicht im Voraus offen.¹⁷ Ein solches Vorgehen, das im Gegensatz zum zweiten Grundsatz von Bagehot steht, bezeichneten sie als *Constructive Ambiguity*. Der Ausdruck stammt aus der Diplomatensprache, in der darunter verstanden wird, dass Verhandlungspartner in besonders strittigen Punkten manchmal zu zweideutigen Formulierungen greifen, um wenigstens in Teilfragen Lösungen zu erzielen.

Inzwischen schätzen die Zentralbanken den mit der Liquiditätshilfe verbundenen *Moral Hazard* allerdings zunehmend geringer ein und haben Abstand von der *Constructive Ambiguity* genommen. Es hat sich also die Überzeugung durchgesetzt, dass vermehrte Transparenz über die Bedingungen, unter denen ausserordentliche Liquiditätshilfe geleistet wird, die volkswirtschaftlich sinnvollste Strategie darstellt.

7.4.3 Die Politik der SNB unter dem alten Nationalbankgesetz

Die Nationalbank äusserte sich im letzten Vierteljahrhundert verschiedentlich dazu, wie sie ihre Rolle als *Lender of Last Resort* verstand. 1987 betonte der Vizepräsident des Direktoriums, Markus Lusser, dass es zu den Aufgaben der SNB gehöre, einen Beitrag zur Stabilität des Finanzsystems zu leisten.¹⁸ Während der Regionalbankenkrise Anfang der 1990er Jahre legte wiederum Lusser die Grundzüge der Politik der SNB als *Lender of Last Resort* dar.¹⁹ Der erste von drei Grundsätzen lautete, dass die Nationalbank ausserordentliche Liquiditätshilfe nur gegen gesetzlich vorgeschriebene Sicherheit leiste. Da das Nationalbankgesetz von 1953 (aNBG) den Kreis der notenbankfähigen Sicherheiten an verschiedene Kriterien²⁰ band, war der Aktionsradius der SNB eingeschränkt. Hätte ein um Liquiditätshilfe nachfragendes Institut nicht über ausreichend notenbankfähiges Material verfügt, so wäre der Nationalbank nur aufgrund einer besonderen Rechtsgrundlage (Notverordnung des Bundesrates) dringliche Liquiditätshilfe möglich gewesen. Der zweite Grundsatz besagte, dass die SNB nur solventen Banken Liquiditätshilfe leiste. Diese Einschränkung basierte darauf, dass sich die Nationalbank im Falle eines Konkurses nicht dem Vorwurf aussetzen wollte, durch die Übernahme von Sicherheiten die Konkursmasse auf Kosten der Gläubiger

17 George (1993), S.9.

18 Lusser (1987), S.9.

19 Lusser (1993), S.14 ff.

20 Art und Gegenstand der rechtsgeschäftlichen Gestaltung; Schuldner der Forderung; Laufzeit der Forderung: Art.14 aNBG.

der Bank geschmälert zu haben. Zudem mochte sie nicht dazu beitragen, durch Liquiditätshilfe überholte Strukturen aufrecht zu erhalten. Der dritte und letzte Grundsatz lautete, dass kein Institut einen allgemeinen Anspruch auf ausserordentliche Liquiditätshilfe habe. Die SNB behielt sich mit anderen Worten explizit das Recht vor, von Fall zu Fall zu entscheiden.

Die von Markus Lusser umschriebene Politik deckte sich in zwei Punkten, nämlich der Voraussetzung der Solvenz und der Besicherung, mit den Empfehlungen von Bagehot. Zum anwendbaren Zinssatz wurden keine Angaben gemacht. Im Einklang mit der damaligen Politik der *Constructive Ambiguity* äusserte sich die SNB auch nicht darüber, wie sie ihre Rolle als *Lender of Last Resort* im konkreten Fall wahrzunehmen gedachte.

7.4.4 Lender of Last Resort unter dem neuen Gesetz

Zwischen 2002 und 2004 unterzog die Nationalbank ihren Ansatz zur Kreditgewährung in letzter Instanz einer eingehenden Überprüfung. Einer der Beweggründe war ein zunehmendes Unbehagen gegenüber dem bis dahin verfolgten Ansatz. Insbesondere verfügte die SNB über verschiedene Anhaltspunkte dafür, dass sich die Erwartungen des Marktes nicht mit ihren eigenen Vorstellungen bzw. deren rechtlichen Rahmenbedingungen deckten. Diese Diskrepanz erachtete die SNB als heikel und daher als korrekturbedürftig. Sie kam zum Schluss, dass der *Moral Hazard* relativ unbedeutend ist, wenn die Zentralbank ihre Liquiditätshilfe zwar im Voraus, aber nur gegen entsprechende Sicherheiten in Aussicht stellt. Sie konnte zwar nicht ausschliessen, dass Banken aufgrund ihres Wissens um einen *Lender of Last Resort* weniger Liquidität halten und höhere Liquiditätsrisiken eingehen würden. Aber einerseits legten die Liquiditätsvorschriften bereits ein Mindestmass an liquiden Aktiven fest, und andererseits musste dieses Risiko gegen die Kosten einer unnötigen Bankenschliessung und den dadurch vernichteten Werten abgewogen werden. Dazu kam, dass eine Zentralbank Liquidität zu sehr tiefen Grenzkosten generiert, da sie Sicherheiten problemlos und unbeschränkt in Zentralbankgeld umwandeln kann.

Die SNB ging nach wie vor davon aus, dass Banken allfällige Liquiditätsprobleme primär über den Markt zu lösen haben würden. Sie rechnete aber auch damit, dass es zu Marktversagen bzw. Fehleinschätzungen des Marktes kommen könnte. Das Marktversagen rührt daher, dass die Gläubiger über die Solvenz eines Instituts weniger gut informiert sind als die Aufsichtsbehörde und das Institut selbst (so genannte asymmetrische Informationen). Insbesondere wenn Gerüchte Herdenverhalten begünstigen, werden die Gläubiger angesichts derartiger Informationsprobleme versuchen, ihre Guthaben um-

gehend abzuziehen. In einem solchen Fall bieten auch die meisten Einlagenversicherungen nur beschränkten Schutz, da viele Verbindlichkeiten einer Bank nicht gegenüber privaten Einlegern, sondern gegenüber anderen Banken bestehen.

Mit dem neuen Ansatz verfolgte die Nationalbank das Ziel, die Transparenz zu erhöhen und damit zukünftige Liquiditätskrisen besser bewältigen zu können. Sie orientierte daher auch die Öffentlichkeit über die Grundzüge ihres neuen Konzepts.²¹ Im Vordergrund standen im Wesentlichen zwei Modifikationen. Erstens wollte die SNB potenzielle Liquiditätshilfe im Gegensatz zu früher nicht mehr an alle Banken gewähren, sondern nur noch in Fällen, in welchen von der Illiquidität ein Systemrisiko ausging. Sie begründete dies damit, dass bei Vorliegen eines Systemrisikos die externen Kosten einer Liquiditätskrise besonders gross seien. Zweitens weitete der Gesetzgeber den Kreis der annehmbaren Sicherheiten im neuen Nationalbankgesetz (NBG) bedeutend aus. Im Einzelnen hob die SNB die folgenden Kriterien hervor:

Subsidiarität der ausserordentlichen Liquiditätshilfe

Die SNB gewährt ausserordentliche Liquiditätshilfe nur, wenn sich eine Bank oder mehrere Banken die notwendige Liquidität nicht mehr am Markt besorgen können.

Systemisch relevante Institute

Die Gewährung ausserordentlicher Liquiditätshilfe durch die Nationalbank setzt voraus, dass die Bank oder die Gruppe von Banken für die Stabilität des Finanzsystems von Bedeutung ist und ihr Ausfall daher vermieden werden muss. Die SNB konkretisierte dies in den geldpolitischen Richtlinien, gemäss welchen eine Bank oder Bankengruppe dann systemrelevant ist, wenn ihre Zahlungsunfähigkeit das Funktionieren des inländischen Finanzsystems oder wesentlicher Teile davon auf gravierende Weise beeinträchtigen und zudem negative Auswirkungen auf die Realwirtschaft hätte.²²

Nur Liquiditäts-, nicht Solvenzhilfe

Die Nationalbank ist nur zur Gewährung von Liquiditäts-, nicht jedoch von Solvenzhilfe befugt. Da staatliche Solvenzhilfe eine definitive Verwendung öffentlicher Mittel impliziert, ist sie durch den Auftrag der SNB zur

21 SNB, Richtlinien geldpolitisches Instrumentarium (2004); Blattner (2005), S. 5 ff.

22 SNB, Richtlinien geldpolitisches Instrumentarium (2004), Ziff. 4.

Führung der Geld- und Währungspolitik gemäss Art. 99 Abs. 2 der Bundesverfassung (BV) nicht gedeckt. Solvenzhilfe hat sich auf die allgemeine wirtschaftspolitische Zuständigkeit des Bundes (namentlich auf Art. 100 BV über die Konjunkturpolitik oder Art. 103 BV über die Strukturpolitik) zu stützen.

Da im Krisenfall unter Umständen nur schwer zwischen einem Solvenz- und einem Liquiditätsproblem zu unterscheiden ist, holt die SNB vor einer ausserordentlichen Liquiditätshilfe verbindliche Aussagen der Bankenaufsicht, der Eidgenössischen Bankenkommision (EBK), zur Solvenz und zur Erfüllung der übrigen Bewilligungsvoraussetzungen des Instituts ein. Die Bestätigung der EBK, wonach das Institut solvent sei, entlässt die SNB nicht aus der Verpflichtung, selbst zu beurteilen, ob die Voraussetzungen zur Gewährung von Liquiditätshilfe gegeben sind. Ist eine Bescheinigung der Solvenz durch die EBK nicht möglich, müssen zuvor oder gleichzeitig Sanierungsmassnahmen getroffen werden, für welche die SNB nicht zuständig ist.

Sicherheiten

Das frühere Nationalbankgesetz beschränkte die notenbankfähigen Sicherheiten nach verschiedenen Kriterien. Das neue NBG hält am Besicherungserfordernis fest, verlangt jedoch für die Kreditgewährung nur noch «ausreichende Sicherheiten» (Art. 9 Abs. 1 Bst. e NBG). Was darunter zu verstehen ist, konkretisieren die Geschäftsbedingungen und die anlagepolitischen Richtlinien der Nationalbank (Art. 9 Abs. 2 NBG). Für die ordentlichen geldpolitischen Operationen sind – in Anlehnung an die bisherige Praxis – marktfähige und hoch liquide Finanzinstrumente zugelassen. Demgegenüber gehen die Anforderungen an die im Rahmen der Kreditvergabe in letzter Instanz zulässigen Sicherheiten weniger weit; die Sicherheiten müssen weder liquide noch marktgängig sein. Indem die SNB Liquiditätshilfe nur gegen Sicherheiten gewähren darf, wird vermieden, dass sie zur Solvenzhilfe missbraucht werden kann. Bei der Kreditvergabe in letzter Instanz ist das Besicherungserfordernis mit anderen Worten primär ein Instrument zur Abgrenzung der Zuständigkeiten für die Hilfeleistung: Liquiditätshilfe durch die Nationalbank bzw. Solvenzhilfe durch den Bund oder andere Gläubiger.

Als wenig liquide und marktfähige Sicherheiten stehen insbesondere Hypotheken im Vordergrund, da sie einen beträchtlichen Bestandteil der Bilanz vieler Banken ausmachen. Sie weisen wegen ihrer hohen Bonität hervorragende Eigenschaften als Sicherheit auf. Gerade der Umstand, dass sie illiquide sind, macht die Abtretung von Hypotheken an die SNB gegen Zentralbankgeld im Krisenfall besonders wirksam: Durch Verpfändung eines

Hypothekarportfolios ist die SNB relativ rasch in der Lage, grosse Beträge an Liquidität bereitzustellen.

Aus rechtlicher und operationeller Sicht ist die Übernahme von Hypothekarkrediten allerdings aufwendig. Die Übertragung der Grundpfandverschreibungen und Schuldbriefe ist innert nützlicher Frist nur möglich, wenn die Bank, die um Liquidität nachfragt, die Titel zentral verwahrt. Die Übernahme von Hypotheken setzt ferner das Einverständnis des Schuldners voraus, das die Bank durch Aufnahme einer entsprechenden Klausel (Sekuritierungsklausel) in die Kreditverträge bereits vorgängig einholen muss.

Da sich das Besicherungserfordernis im Rahmen der Liquiditätshilfe auf die verfassungsrechtlich abgestützte bundesstaatliche Zuständigkeitsordnung zurückführen lässt, kann auch allfälliges Notrecht (dringliches Bundesgesetz, Polizeinotverordnung) davon nicht abweichen. Damit wird auch ausgeschlossen, dass die Nationalbank zu Darlehen ohne jede Sicherheit (Blankokredit) gezwungen werden kann.

Die SNB geht davon aus, dass im Krisenfall relativ wenig Zeit zur Verfügung steht, um eine ausserordentliche Liquiditätshilfe zu vereinbaren und abzuwickeln. Eine möglichst weit gehende Vorbereitung auf Seiten der potenziell systemrelevanten Banken oder Bankengruppen ist daher von entscheidender Bedeutung.

Ohne diese Abkehr vom Prinzip der Constructive Ambiguity und die Hinwendung zu einem Prinzip, das eher einer Constructive Clarity entspricht und eine Klärung der Voraussetzungen für eine ausserordentliche Liquiditätshilfe verlangt, wären die Banken nicht in der Lage, die Liquiditätsrisiken im Krisenfall korrekt einzuschätzen und sich auch administrativ entsprechend vorzubereiten.

7.5 Die Überwachung von Zahlungssystemen

ANDY STURM

7.5.1 Einleitung

Der tief greifende Wandel, dem die Finanzmärkte im vergangenen Vierteljahrhundert unterworfen waren, und insbesondere das enorme Wachstum der inländischen und grenzüberschreitenden Zahlungs- und Finanzströme veranlassten die Notenbanken, ihr Blickfeld auszuweiten und sich vermehrt mit der Sicherheit von Zahlungssystemen zu beschäftigen. Die vertiefte Auseinandersetzung mit den Möglichkeiten, wie die mit dem Zahlungsverkehr

verbundenen Risiken kontrolliert werden können, war für die Nationalbank in dreierlei Hinsicht eine logische Fortentwicklung ihrer bisherigen Politik: Erstens gehört die Erleichterung des Zahlungsverkehrs seit jeher zum Aufgabenbereich der SNB. Zweitens ist diese als Notenbank auf sichere und effiziente Zahlungssysteme angewiesen, um ihre Geldpolitik umzusetzen und die Banken mit Liquidität zu versorgen. Drittens sind mit der Abwicklung des bargeldlosen Zahlungsverkehrs spezifische Risiken verbunden, die in extremen Situationen zu weit reichenden Störungen des Finanzsystems führen und dessen Stabilität gefährden können.

Um die Interessen im Bereich der Finanzstabilität wahrzunehmen, hat sich die Überwachung von Zahlungssystemen allmählich als eigenständige Notenbankaufgabe etabliert. In diesem Rahmen übernahm die SNB die Aufgabe, bestehende und geplante Zahlungssysteme zu beobachten und zu analysieren und sie in Bezug auf ihre Auswirkungen auf die Finanzstabilität zu beurteilen. Falls erforderlich, wirkt sie auf entsprechende Anpassungen oder Änderungen hin. Die Überwachung umfasst damit sowohl die Standards und regulatorischen Vorschriften als auch die Instrumente, mit welchen eine Zentralbank versucht, die Sicherheit und Effizienz von Zahlungssystemen zu erhalten bzw. zu fördern.²³

7.5.2 Risiken in Zahlungssystemen

Der bargeldlose Zahlungsverkehr ist mit verschiedenen Risiken verbunden. Aus der Sicht des Teilnehmers an einem Zahlungssystem können drei Arten unterschieden werden: Kredit-, Liquiditäts- und operationelle Risiken. Das Kreditrisiko besteht darin, dass der Geschäftspartner seiner Verpflichtung nicht nachkommt, und zwar weder am Valutatag noch zu einem späteren Zeitpunkt. Es beinhaltet zudem das Risiko, einen Ersatz für das Geschäft zu finden, das nicht ausgeführt wurde (Wiederbeschaffungsrisiko). Das Liquiditätsrisiko besteht darin, dass ein Systemteilnehmer wegen eines temporären Liquiditätsengpasses nicht in der Lage ist, seine Verpflichtung rechtzeitig und vollständig zu erfüllen. Dadurch verschlechtert sich auch die Liquiditätsposition seiner Gegenpartei, die den fehlenden Betrag kurzfristig über andere Quellen decken muss, was mit entsprechenden Such- und Zinskosten verbunden ist. Mit operationellem Risiko schliesslich bezeichnet man die Möglichkeit, dass Zahlungen nicht wie erwartet abgewickelt werden können. Das Problem kann bei einem Teilnehmer oder beim Betreiber des Systems liegen und verschiedene Ursachen haben, wie mangelhaft ausgestaltete interne Pro-

²³ Padoa-Schioppa (2004).

zesse oder technische Einrichtungen, Fehlmanipulationen durch Mitarbeiter, externe Einwirkungen wie Stromunterbruch wegen Unwetters oder mutwillige Zerstörungen, die den normalen Betriebsablauf beeinträchtigen.

Die Risiken eines Zahlungssystems hängen stark von dessen Ausgestaltung ab. Dies lässt sich am Vergleich des Swiss Interbank Clearing (SIC) mit seinem Vorgängersystem, dem Bankenclearing (siehe 5.2.1), illustrieren: Im Bankenclearing wurden die Zahlungsaufträge während eines Tages aufgerechnet (Netting) und die Saldi erst am Ende des Tages abgewickelt (Tagesendfinalität). Wäre eine Bank ihren Verpflichtungen nicht nachgekommen, hätten die Systembetreiber alle Zahlungen an die ausgefallene Bank und alle ihre Zahlungsaufträge rückgängig machen (Unwinding) und den Saldenausgleich danach ohne die ausgefallene Bank noch einmal durchführen müssen. Nicht nur ist der Aufwand für ein solches Vorgehen sehr hoch, sondern es birgt auch das Risiko in sich, dass weitere Banken zahlungsunfähig werden, weil sie vergeblich auf die Zahlungen der zuerst ausgefallenen Bank warten. Das SIC ist hingegen ein Echtzeit-Brutto-Abwicklungssystem, das die Zahlungen bei vorhandener Deckung einzeln und unwiderruflich abwickelt (Innertagsfinalität). Dadurch eliminiert es die Kreditrisiken. Sein Betrieb braucht im Prinzip jedoch mehr Liquidität als ein System, das die Zahlungen gegeneinander aufrechnet und birgt damit höhere Liquiditätsrisiken. Allerdings zeigte die Erfahrung von SIC, dass die Liquiditätsrisiken durch geeignete Rahmenbedingungen stark reduziert werden können (siehe 5.2.3).

Kredit-, Liquiditäts- und operationelle Risiken finden sich grundsätzlich in allen Zahlungssystemen. Aber nicht überall sind sie von gleicher Tragweite. Die Nationalbank konzentriert sich bei der Überwachung auf Zahlungssysteme, deren Volumen so hoch ist, dass von ihnen eine Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems ausgehen könnte. Dies ist dann der Fall, wenn sich Kredit- oder Liquiditätsprobleme einer einzelnen Bank wie ein Flächenbrand über das Zahlungssystem auf andere Banken übertragen können (systemisches Risiko). In einem solchen Fall wirkt das Zahlungssystem als Übertragungskanal für systemische Risiken. Es kann aber auch selbst systemische Risiken auslösen, etwa wenn technische Probleme – insbesondere beim Systembetreiber – die Abwicklung der Zahlungen stark verzögern oder vollständig zum Erliegen bringen. Auch dies kann die Systemteilnehmer mit schwer wiegenden Kredit- und Liquiditätsproblemen konfrontieren, so dass sie – und möglicherweise der ganze Finanzmarkt – ihre Funktion nicht mehr wahrnehmen können (Systemkrise).

Die Kosten einer Systemkrise können beträchtlich sein. Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht ist vor allem problematisch, dass diese Kosten nicht den

Verursacher der Systemkrise alleine, sondern zu einem grossen Teil auch Dritte belasten (negative Externalitäten). Zieht ein wichtiges Zahlungssystem beispielsweise infolge eines technischen Defekts die Stabilität des ganzen Finanzsystems in Mitleidenschaft, so sind neben dem Systembetreiber auch die teilnehmenden Banken und deren Kunden betroffen. Zwar kann der Systembetreiber durch technische und organisatorische Massnahmen das System so ausgestalten, dass eine Systemkrise unwahrscheinlicher wird. Bei seinem Investitionskalkül wird er aber jene Kosten, die im Krisenfall Dritte zu tragen haben, nicht oder nur ungenügend berücksichtigen. Wird der Entscheid über das Ausmass der Sicherheit eines Systems dem Betreiber alleine überlassen, ist daher mit höheren systemischen Risiken zu rechnen als aus gesamtwirtschaftlicher Sicht zu rechtfertigen wäre. Das Ziel, das die SNB mit der Überwachung von Zahlungssystemen verfolgt, besteht darin, die systemischen Risiken entsprechend zu senken.

7.5.3 Die Überwachung im Wandel

Inzwischen wird die Überwachung von Zahlungssystemen allgemein als Aufgabe einer Zentralbank anerkannt. In vielen Ländern verfügt die Notenbank über eine explizite rechtliche Grundlage, um ihre Überwachungsfunktion wahrzunehmen. Zudem besteht unter den Zentralbanken eine hohe Übereinstimmung in den Auffassungen darüber, welche Ziele mit der Überwachung verfolgt und wie diese in der Praxis umgesetzt werden sollen.²⁴ Das war nicht immer so. Zwar hatten sich die SNB und andere Zentralbanken seit jeher mit Fragen des bargeldlosen Zahlungsverkehrs auseinandergesetzt. Aber noch in den 1970er Jahren waren die Notenbanken in erster Linie damit beschäftigt, mit den rasanten Entwicklungen in der elektronischen Datenverarbeitung und den dadurch eröffneten neuen Möglichkeiten fertig zu werden. Mit den systemischen Risiken des Zahlungsverkehrs setzten sich die meisten unter ihnen bis Anfang der 1980er Jahre höchstens am Rande auseinander; eine Überwachung von Zahlungssystemen, die auf die Gewährleistung der Finanzstabilität ausgerichtet war, existierte bestenfalls ansatzweise.

Erst in der ersten Hälfte der 1980er Jahre rückten die Zentralbanken die Abwicklungsrisiken vermehrt in den Vordergrund. Vor allem das starke Wachstum der inländischen und der grenzüberschreitenden Zahlungsströme, das damals als Folge der Liberalisierung und Deregulierung der Finanzmärkte einsetzte, gab Anstoss zu dieser Entwicklung. Ein weiterer Beweggrund war, eine Wiederholung des Herstatt-Falls (siehe 7.1.2) zu verhindern.

²⁴ BIZ (2005).

Die Gouverneure der Zentralbanken der Zehnergruppe (G10) setzten 1980 deshalb die Group of Experts on Payment Systems ein, die in der Folge die Entwicklungen der Zahlungssysteme in den Ländern der G10 analysierte und insbesondere der Frage nachging, wie die Abwicklungsrisiken durch geeignete Regeln und Verfahren reduziert werden konnten. Die Erkenntnisse, die sich aus diesen Diskussionen ergaben, beeinflussten teilweise auch die Architektur des SIC-Systems, das die Schweizer Banken damals entwickelten.

Obwohl die Schweiz mit dem SIC bereits 1987 eines der ersten Echtzeit-Brutto-Abwicklungssysteme eingeführt hatte, blieben Nettingsysteme in vielen Ländern bis weit in die 1990er Jahre hinein die Regel. Doch die Notenbanken drängten darauf, diese Systeme durch verschiedene Massnahmen – wie die Einführung von Kreditlimiten oder Sicherungsfonds – zu verbessern, so dass vor allem das Risiko einer Rückabwicklung reduziert wurde. 1990 einigten sich die Zentralbanken der G10 auf Mindeststandards für den Betrieb von bilateralen und multilateralen Nettingsystemen.²⁵ Beispielsweise sollte ein Nettingssystem so ausgelegt sein, dass es mindestens den Ausfall des grössten Teilnehmers ertragen kann. Gleichzeitig schufen die Zentralbanken die Grundlagen, um bei der Überwachung von grenzüberschreitenden Systemen zusammenzuarbeiten.

1990 setzten die Zentralbanken der G10 den Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS) ein, der seither als ständiges Diskussionsforum für die Beobachtung und Analyse von nationalen und internationalen Entwicklungen im Bereich der Zahlungs- und Effekten-Abwicklungssysteme dient. Das CPSS bestimmte in der Folgezeit zunächst vor allem die inhaltliche Debatte. Später prägte es auch die Art und Weise, wie die Zentralbanken ihre Überwachungsfunktion wahrnahmen und weiterentwickelten. Das CPSS veröffentlichte verschiedene Berichte über Grossbetrags-Zahlungssysteme, Wertschriften-Abwicklungssysteme, Clearing- und Abwicklungsmechanismen für börsengehandelte Derivate und Instrumente im Massen-Zahlungsverkehr. Die darin enthaltenen Analysen beeinflussten die Entwicklung nationaler und grenzüberschreitender Finanzmarkt-Infrastrukturen massgeblich. Zwei Beispiele sollen dies verdeutlichen.

Zu Beginn der 1990er Jahre analysierte das CPSS verschiedene Mechanismen, mit welchen die Erfüllungsrisiken bei Wertschriftengeschäften durch Anwendung des Prinzips «Lieferung gegen Zahlung» eliminiert werden konnten.²⁶

25 BIZ (1990).

26 BIZ (1992a).

In der Schweiz stärkte dies die Bestrebungen, das SIC mit dem Wertschriften-Abwicklungssystem SECOM und der Schweizer Börse SWX Swiss Exchange zur Swiss Value Chain zu verbinden. Dank diesem Schritt können in der Schweiz Wertschriftengeschäfte seit 1995 einzeln und vollautomatisch nach dem Prinzip «Lieferung gegen Zahlung» abgewickelt werden.

In der zweiten Hälfte der 1990er Jahre unternahmen die Zentralbanken unter der Schirmherrschaft des CPSS einen neuen Anlauf, um die Erfüllungsrisiken bei Devisengeschäften zu reduzieren.²⁷ Seit dem Konkurs der Herstatt-Bank hatte sich die Abwicklung der Devisengeschäfte wenig geändert, obwohl deren Volumen um ein Vielfaches gestiegen war und die Notenbanken erhebliche Bedenken hinsichtlich der damit verbundenen Erfüllungsrisiken hegten. Im Rahmen einer mehrgleisigen Strategie forderten die Zentralbanken den Bankensektor dazu auf, Verfahren zu konzipieren, die eine risikoarme Abwicklung von Devisengeschäften ermöglichten. Ein Konsortium international tätiger Banken, darunter auch die beiden Schweizer Grossbanken, realisierte daraufhin das Continuous Linked Settlement System (CLS). Seit seiner Inbetriebnahme im Jahr 2002 ermöglicht CLS, Devisengeschäfte in den wichtigsten Währungen nach dem Prinzip «Zahlung gegen Zahlung» abzuwickeln. Es trägt dadurch zu einer Reduktion der Erfüllungsrisiken bei. Die SNB unterstützte die Schaffung von CLS und setzte sich dafür ein, dass Devisengeschäfte gegen Schweizer Franken von Anfang an über dieses System abgewickelt werden konnten.

Viele der Erkenntnisse, welche die SNB dank ihrer Beteiligung an den Arbeiten des CPSS gewonnen hatte, flossen in ihre eigene Überwachungstätigkeit ein. Allerdings analysierte die SNB aktuelle Fragestellungen lange Zeit isoliert und eher ad hoc; es fehlte ihr ein konzeptioneller Rahmen, der eine integrale Beurteilung der verschiedenen Risiken ermöglicht hätte. Dies änderte sich, als die Zentralbanken zu Beginn des neuen Jahrhunderts vermehrt die Entwicklung normativer Empfehlungen in Angriff nahmen. Insbesondere die zehn Grundprinzipien für Zahlungssysteme, die das CPSS im Jahr 2001 veröffentlichte, waren für die SNB ein wesentlicher Input bei der Weiterentwicklung ihrer Überwachungstätigkeit.²⁸ Diese Grundprinzipien, die als internationaler Standard rasch weltweite Anerkennung fanden, bilden ein umfassendes und konsistentes Gerüst, um Zahlungssysteme, die im Hinblick auf die Stabilität des Finanzsystems von Bedeutung sind, zu beurteilen und zu evaluieren.

27 BIZ (1996).

28 Ebenda.

7.5.4 Rechtsgrundlagen und Umsetzung in der Schweiz

Unter dem alten Nationalbankgesetz (aNBG) hatte sich die Nationalbank auf den sehr allgemein gehaltenen Auftrag, den Zahlungsverkehr zu erleichtern, berufen, wenn sie die Entwicklung und Ausgestaltung von Zahlungssystemen beeinflussen wollte (Art. 2 Abs. 1 aNBG). Ihre Möglichkeiten waren jedoch beschränkt: Zur Einflussnahme auf ein Zahlungssystem bzw. dessen Betreiber musste die SNB vornehmlich auf die Methode des gütlichen Zuredens (Moral Suasion) zurückgreifen.²⁹

Die SNB nutzte die Revision von Bundesverfassung und Nationalbankgesetz dazu, ihre Überwachungsbefugnisse rechtlich zu verankern und das damit verbundene Schutzziel – die Stabilität des Finanzsystems – stärker zu betonen. Die Gesetzesrevision trug diesen Anliegen in zweierlei Hinsicht Rechnung. Erstens erhielt die SNB im neuen Nationalbankgesetz (NBG) den Auftrag, das Funktionieren der bargeldlosen Zahlungssysteme nicht nur zu erleichtern, sondern auch zu sichern (Art. 5 Abs. 2 Bst. c NBG). Zweitens konkretisierte das NBG diese neue Aufgabe, indem es die Grundsätze der Überwachung festhielt. Die Ausführungsbestimmungen dazu finden sich in der Nationalbankverordnung.

Das NBG übertrug der Nationalbank die Aufgabe, neben den Zahlungssystemen auch die Systeme zur Abrechnung und Abwicklung von Finanzinstrumenten, insbesondere Effekten (Effekten-Abwicklungssysteme), zu überwachen. Zwei Faktoren sprachen dafür, die Überwachungstätigkeit auszuweiten: Zum einen weisen Effekten-Abwicklungssysteme ähnliche Abwicklungsrisiken auf wie Zahlungssysteme, so dass sich Synergien ergeben, wenn die gleiche Behörde die beiden Arten von Systemen überwacht. Zum anderen sind die wichtigsten Zahlungs- und Effekten-Abwicklungssysteme der Schweiz in die Swiss Value Chain integriert. Wegen dieser Verbindung bestehen Interdependenzen, welche die Überwachung durch die gleiche Behörde nahe legen.

Die Überwachungstätigkeit der SNB hat zum Ziel, die Stabilität des Finanzsystems zu schützen. Hiefür ist die SNB ermächtigt, Mindestanforderungen an den Betrieb von Zahlungs- und Effekten-Abwicklungssystemen zu stellen, sofern diese die Stabilität des schweizerischen Finanzsystems potenziell gefährden könnten. Weniger bedeutende Zahlungssysteme – wie sie etwa Kreditkartenanbieter bereitstellen – unterliegen somit keiner Überwachung, wenn von ihnen keine Gefährdung des Finanzsystems ausgehen kann. Bei der Ausarbeitung der Mindestanforderungen, die in Artikel 22–34 der National-

²⁹ Heller und Sturm (2003).

bankverordnung festgehalten sind, orientierte sich die Nationalbank weitgehend an den internationalen Standards³⁰, fasste sie jedoch in einigen Bereichen konkreter.

Für die Beurteilung, ob ein System für die Stabilität des Finanzsystems bedeutsam ist, führt die Nationalbankverordnung eine Reihe von Kriterien auf, beispielsweise die Art und das Volumen der Geschäfte, die über ein System abgerechnet bzw. abgewickelt werden, oder gegebenenfalls die Verbindungen zu anderen Systemen. Aufgrund all dieser Vorgaben kam die SNB im Jahr 2004 zum Schluss, dass für die Schweiz insgesamt nur vier Systeme zu überwachen seien. Es handelt sich zum einen um die drei folgenden, in der Swiss Value Chain integrierten Systeme: das Zahlungssystem SIC, das Effekten-Abwicklungssystem SECOM der SIS SegInterSettle AG und die im Börsenhandel als zentrale Gegenpartei fungierende x-clear, welche durch die SIS x-clear AG betrieben wird. Die Betreiber dieser Systeme müssen die Mindestanforderungen der SNB erfüllen. Ebenfalls von systemischer Bedeutung ist zum anderen das Mehrwährungs-Zahlungssystem CLS. Da dessen Betreiber, die CLS Bank International, aber in New York ansässig ist und durch die amerikanische Notenbank angemessen überwacht wird, befreite die SNB CLS von der Einhaltung der Mindestanforderungen.

Um sicherzustellen, dass die Betreiber von SIC, SECOM und x-clear die Mindestanforderungen einhalten, beschafft sich die SNB laufend aktuelle Informationen über die drei Systeme. Als Informationsquellen benutzt sie verschiedene interne Dokumente und Statistiken der Betreiber sowie Prüfberichte der internen und externen Revisionsstellen. Zudem trifft sie sich regelmässig mit den Betreibern, um überwachungsrelevante Fragestellungen zu erörtern. Stellt die Nationalbank aufgrund dieser Informationen fest, dass ein Betreiber die Vorgaben nicht erfüllt, teilt sie ihm den Befund mit und gibt ihm die Gelegenheit, Stellung zu nehmen. Genügt die Antwort nicht, erlässt die SNB eine Empfehlung, mit der sie den Betreiber zur Herstellung des gesetzmässigen Zustandes auffordert. Ist der Betreiber damit nicht einverstanden, kann er verlangen, dass die SNB eine beschwerdefähige Verfügung erlässt. Dies tut die SNB auch von sich aus, wenn der Betreiber eine Empfehlung nicht befolgt. Die SNB kann sich auch zu bestimmten Sachverhalten oder Entwicklungen äussern, wenn sie Verbesserungsmöglichkeiten sieht, die über die Mindestanforderungen hinausgehen.

SIS SegInterSettle AG und SIS x-clear AG verfügen über eine Banklizenz und unterstehen deshalb auch der Institutsaufsicht durch die Eidgenössische

30 BIZ (2001a, 2001b).

Bankenkommission (EBK). Um Doppelspurigkeiten oder Lücken zu vermeiden, koordinieren SNB und EBK ihre Tätigkeiten. Dies gilt insbesondere für die Informationsbeschaffung. SNB und EBK kamen nach Inkrafttreten des neuen NBG überein, dass sich die Nationalbank bei der Prüfung, ob die Mindestanforderungen gemäss Bankengesetz erfüllt sind, auf die von der EBK oder den bankengesetzlichen Revisionsstellen erhobenen Informationen abstützt. Ein weiteres Element der Koordination besteht in der Pflicht der SNB, die EBK anzuhören, bevor sie eine Empfehlung oder Verfügung erlässt.

Es ist möglich, dass Infrastrukturen, deren Betreiber in der Schweiz niedergelassen sind, für die Stabilität ausländischer Finanzsysteme eine Gefährdung darstellen. Analog können ausländische Systeme die Stabilität des schweizerischen Finanzsystems beeinträchtigen. Das Gesetz ermächtigt die SNB deshalb, mit ausländischen Überwachungs- und Aufsichtsbehörden zusammenzuarbeiten. So ist die SNB im Falle von CLS in eine gemeinsame Überwachung mit anderen Zentralbanken eingebunden, deren Währung ebenfalls über CLS abgewickelt wird. Die amerikanische Notenbank, welche als primäre Überwachungsbehörde fungiert, berät sich regelmässig mit der Nationalbank und den anderen beteiligten Zentralbanken über CLS-spezifische Fragestellungen, die aus Sicht der Finanzstabilität von Bedeutung sind. Insgesamt hat das neue NBG somit die Voraussetzungen geschaffen, dass die SNB die für das schweizerische Finanzsystem bedeutsamen Zahlungs- und Effekten-Abwicklungssysteme wirksam und effizient überwachen und bei Bedarf mit anderen in- und ausländischen Behörden zusammenarbeiten kann.

Quellen

BGE (verschiedene Jahre), Amtliche Sammlung der Entscheidungen des Schweizerischen Bundesgerichts.

SNB, Richtlinien geldpolitisches Instrumentarium (2004), Richtlinien der Schweizerischen Nationalbank (SNB) über das geldpolitische Instrumentarium vom 25. März, <http://www.snb.ch>, Rubrik: Die SNB/Rechtliche Grundlagen.

Literatur

Bagehot, W. (1873), *Lombard Street: A Description of the Money Market*, London: King.

BFS (2005), Bundesamt für Statistik, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung: Resultate 1998 bis 2003*, Neuenburg: BFS.

Birchler, U.W., und D. Egli (2003), Ein neues Bankinsolvenzrecht für die Schweiz, *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, 139 (2), S. 125–154.

BIZ (1990), Bank for International Settlements, *Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries* (Lamfalussy Report), Basle: BIS.

BIZ (1992a), Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, *Lieferung gegen Zahlung in Wertpapierabwicklungssystemen*, Bericht des Ausschusses für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme der Zentralbanken der Zehnergruppe, Basel: BIZ.

BIZ (1992b), Bank for International Settlements, *Recent developments in international interbank relations*, Report prepared by a Working Group established by the Central Banks of the Group of Ten countries (Promisel Report), Basle: BIS.

BIZ (1994), Bank for International Settlements, *Macroeconomic and monetary policy issues raised by the growth of derivatives markets*, Report prepared by a working group established by the Euro-currency Standing Committee of the Central Banks of the Group of Ten countries (Hannoun Report), Basle: BIS.

BIZ (1995), Bank for International Settlements, *Issues of measurement related to market size and macroprudential risks in derivatives markets*, Report prepared by a working group established by the Central Banks of the Group of Ten countries (Brockmeijer Report), Basle: BIS.

BIZ (1996), Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, *Erfüllungsrisiko bei Devisenhandels-transaktionen*, Bericht des Ausschusses für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme der Zentralbanken der Zehnergruppe, Basel: BIZ.

BIZ (2001a), Bank für internationalen Zahlungsausgleich, *Grundprinzipien für Zahlungsverkehrssysteme, die für die Stabilität des Finanzsystems bedeutsam sind*, Bericht der Task Force für Grundsätze und Praktiken in Zahlungsverkehrssystemen, Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme, Basel: BIZ.

BIZ (2001b), Committee on Payment and Settlement Systems and Technical Committee of the International Organisation of Securities Commissions, *Recommendations for securities settlement systems*, Report of the CPSS-IOSCO joint task force on securities settlement systems, [Basel: BIS].

BIZ (2004), Bank for International Settlements, Committee on Banking Supervision, *Bank Failures in Mature Economies*, *BIS Working Papers*, 13, Basel: BIS.

BIZ (2005), Bank for International Settlements, Committee on Payment and Settlement Systems, *Central bank oversight of payment and settlement systems*, [Basel: BIS].

BIZ, Quartalsbericht (verschiedene Jahre), Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Internationales Bankgeschäft und internationale Finanzmärkte, Statistischer Anhang, Securities markets und Derivative markets, Basel: BIZ.

- Blattner, N. (2005), The Role of Switzerland as an International Financial Center, Referat gehalten vor dem International Council of Securities Associations in Lugano, 26. April, Bibliothek SNB Zürich.
- Crockett, A., und B. Cohen (2001), Financial Market and Systemic Risk in an Era of Innovation, *International Finance*, 4 (1), S. 127–144.
- George, E. A. J. (1993), The pursuit of financial stability, The second Bank of England/LSE lecture at the London School of Economics, Referat vom 18. November, abgedruckt (1994) in Bank of England Quarterly Bulletin, 34 (1), S. 60–66.
- Heller, D., und A. Sturm (2003), Die Rolle der Nationalbank im bargeldlosen Zahlungsverkehr, *Quartalsheft SNB*, 21(1), S. 44–56.
- Hildebrand, P. M. (2005), Jüngste Entwicklungen in der Hedge-Fonds-Branche, *Quartalsheft SNB*, 23 (1), S. 42–57.
- Lusser, M. (1987), Der Wandel auf den Finanzmärkten: Herausforderungen für Banken, Notenbanken und Bankenaufsicht, Referat gehalten an der Generalversammlung des Verbands der Auslandsbanken in Bern, 19. Juni, Bibliothek SNB Zürich.
- Lusser, M. (1993), Regionalbanken und die Schweizerische Nationalbank: Eine Standortbestimmung, Referat gehalten in Biel, 16. Februar, Bibliothek SNB Zürich.
- McKinsey (2005), *\$118 Trillion and Counting: Taking Stock of the World's Capital Markets*, San Francisco: McKinsey Global Institute.
- Merril Lynch (2004), Global Fixed Income Research Team, *Size & Structure of the World Bond Market: 2004*, (May), [s. l.: s. n.].
- Miniane, J. (2004), A New Set of Measures on Capital Account Restrictions, *IMF Staff Papers*, 51, S. 276–308, [Washington DC: IMF].
- Obstfeld M., und A. Taylor (2004), *Global Capital Markets: Integration, Crisis and Growth*, Cambridge: Cambridge University Press.
- OECD (1998, 2003), *Institutional Investors: Statistical Yearbook*, Paris: OECD.
- OECD (2002), *Bank Profitability*, Financial Statements of Banks, Paris: OECD.
- Padoa-Schioppa, T. (2004), Shaping the Payment System: A Central Bank's Role, Referat gehalten an der Conference on Payment Systems der Bank of Korea in Seoul, 13. Mai, Bibliothek SNB Zürich.
- Rime, B. (2005), Too Big to Fail, *Financial Regulator*, 10 (3), S. 47–51.
- Roth, J.-P. (2002), Immobilienpreise und Geldpolitik, Referat gehalten an der Präsidentenkonferenz des Schweizerischen Hauseigentümergeverbands, 30. November, Bibliothek SNB Zürich.
- SNB (2005a), *Bericht über die Finanzstabilität*, [Zürich: SNB].
- SNB (2005b), *Die Banken in der Schweiz 2004*, Zürich: SNB.
- Thornton, H. (1802), *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, London: Hatchard.
- Zulauf, U. (1998a), Recht und Realität der Sanierung und Liquidation von Banken in der Schweiz, in: C.-A. Margelisch und C. Winzeler (Hrsg.), *Freiheit und Ordnung im Kapitalmarktrecht*, Festschrift für Jean-Paul Chappuis, Zürich: Schulthess, S. 217–251.
- Zulauf, U. (1998b), Zur Revision der schweizerischen Rechtsvorschriften über Bankensanierung und Bankenliquidation, in: P. Nobel (Hrsg.), *Aktuelle Probleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz*, 7, Bern: Stämpfli, S. 25–59.

8 Die Bewirtschaftung der Nationalbankaktiven

8.1 Bedeutung und Entwicklung der Aktiven

M. SOPHIE FABER UND DEWET MOSER

8.1.1 Einleitung

Die Hauptfunktion der Nationalbank besteht darin, der Wirtschaft Notenbankgeld zur Verfügung zu stellen. Sie tut dies, indem sie von den Geschäftsbanken Aktiven – Gold, Devisen oder Wertpapiere – kauft und ihnen im Gegenzug Giroguthaben gutschreibt. Grundsätzlich wird der Aktivenbestand der SNB durch die Höhe der Notenbankgeldmenge und der Eigenmittel bestimmt, während die Zusammensetzung der Aktiven die getätigten Geschäfte mit den Banken widerspiegelt. Mit welchen Geschäften die SNB die Notenbankgeldmenge steuert, ist aus geldpolitischer Sicht zweitrangig. Die Art der erworbenen Aktiven hängt von den institutionellen Gegebenheiten und vom Umfeld der Nationalbank, insbesondere vom Wechselkursregime, den gesetzlichen Vorschriften über die zulässigen Geschäfte und den Entwicklungen an den Finanzmärkten ab.

Zu Zeiten der Goldbindung des Frankens und unter dem System fixer Wechselkurse musste die Notenbankgeldmenge weit gehend durch Währungsreserven – Gold und Fremdwährungen – gedeckt sein. Die Nationalbank hatte eine Übernachfrage nach Gold oder Devisen jederzeit durch die Abgabe von Währungsreserven zu befriedigen und so die Goldparität oder den Wechselkurs zu verteidigen. Umgekehrt baute sie im Falle einer Übernachfrage nach Franken Währungsreserven auf. Die Höhe und Zusammensetzung der Nationalbankaktiven ergaben sich damals direkt aus der Umsetzung der Geld- und Währungspolitik. Bis in die 1960er Jahre dominierten die Goldreserven und später die Devisenreserven die Aktiven der SNB.

Ab 1973, unter dem System flexibler Wechselkurse, waren Währungsreserven für die Umsetzung der Geldpolitik theoretisch nicht mehr nötig: Angebot und Nachfrage nach Franken wurden durch den Wechselkurs in Übereinstimmung gebracht. Ein Abbau von Währungsreserven stand damals dennoch nicht zur Debatte. Sie bildeten den Hauptbestandteil der Deckung der Notenbankgeldmenge und wurden von der SNB zudem benötigt, um weiterhin am Devisenmarkt intervenieren und den Dollar gegenüber dem Franken beeinflussen zu können. Ab den 1980er Jahren galten die Währungsreserven zunehmend als Mittel zur Vorbeugung und Bewältigung von Krisen.

Der starke Anstieg der Devisenreserven in den 1970er Jahren und die Abkehr von fixen Wechselkursen ermöglichten es der SNB, ihre Aktiven zunehmend unabhängig vom laufenden geld- und währungspolitischen Bedarf zu strukturieren. Damit stellten sich unter anderem Fragen zur Zusammensetzung, zur Bewirtschaftung und in den 1990er Jahren auch zur richtigen Höhe der Aktiven, speziell der Währungsreserven. In den vergangenen 25 Jahren fand über diese Fragen eine ausführliche Diskussion statt. Sie mündete in die Formulierung und später die gesetzliche Verankerung einer Anlagepolitik (siehe 8.3) und einer Rückstellungspolitik für die SNB. Der Prozess erfolgte in Etappen. Angesichts seines Bezugs zur Gewinnausschüttung der SNB (siehe 8.4) hatte er auch eine innenpolitische Dimension, was die Diskussion mitprägte. Die Goldbindung des Frankens (siehe 9.1.3) und weitere gesetzliche Vorschriften schränkten die Bewirtschaftung der Nationalbankaktiven bis Ende der 1990er Jahre allerdings stark ein.

8.1.2 Entwicklung der Aktiven

Die ersten Jahre nach der Gründung der Nationalbank waren vom Bestreben geprägt, den Gold- und Silberbestand aufzubauen, um die gesetzlich vorgeschriebene Metalldeckung einhalten und die ausgegebenen Noten jederzeit in Gold- oder Silber einlösen zu können.¹ Der weitaus grösste Teil der Metallreserve entfiel dabei auf Gold. Mit der Rückkehr von Dollar und Pfund zur Goldparität nach dem Ersten Weltkrieg gewannen die Devisen in den 1920er Jahren erstmals grössere Bedeutung in der SNB-Bilanz. Das Gold blieb aber das wichtigste Aktivum, insbesondere nachdem die Schweiz im April 1930 den Franken auch rechtlich zur Goldwährung erklärt hatte.² Ende 1930 erreichten der Goldbestand rund 50% und die Devisen rund 25% der Bilanzsumme der SNB von 1,4 Mrd. Franken. Der Anteil der inländischen Aktiven, der nach dem Ersten Weltkrieg rund die Hälfte der Bilanzsumme ausgemacht hatte³, sank ab 1930 rasch und blieb bis in die späten 1990er Jahre unbedeutend.

Während sich der Goldbestand zwischen 1930 und 1950 in Franken gemessen verachtachte, begann der Devisenbestand erst in den 1960er Jahren dauerhaft zu wachsen. Die damals sehr expansive Geldpolitik der USA zwang

1 SNB (1982), S. 22.

2 Ab diesem Zeitpunkt durfte die SNB nur noch Gold an die Metalldeckung des Notenumlaufs anrechnen.

3 Während der Kriegsjahre diskontierte die SNB grosse Mengen an Reskriptionen des Bundes und bot damit Hand zur Finanzierung des Staatsdefizits. Der Anteil der inländischen Aktiven erreichte dadurch einen Höchststand. Siehe 1.4 und Ruoss (1992), S. 92.

die Nationalbank bis 1973 zu massiven Stützungskäufen von Dollar (siehe 2.3.4, Grafik 2.5). Auch nach der Freigabe der Wechselkurse versuchte die SNB, die Aufwertung des Frankens unter anderem mit Devisenkäufen zu bremsen, so dass die Devisenreserven 1976 im Jahresdurchschnitt erstmals die zum Paritätskurs bewerteten Goldreserven übertrafen. Ab 1974 stieg der Devisenbestand zusätzlich durch die Devisen-Swapgeschäfte (Dollar gegen Franken), welche die Nationalbank zur Steuerung der Geldmenge einsetzte und die sich für die folgenden 20 Jahre zum Hauptinstrument der Geldpolitik entwickelten (siehe 4.6.4). Bei den Swapdollar handelte es sich um wechselkursgesicherte Devisen, deren Rendite jener der inländischen Aktiven entsprach. Ihre Höhe richtete sich nach den geldpolitischen Bedürfnissen und schwankte zwischen 10 Mrd. Franken und maximal 20 Mrd. Franken. Mit der Ablösung der Devisenswaps durch Repogeschäfte im Jahre 1998 gewann das Inlandportfolio erstmals seit den 1920er Jahren wieder an Bedeutung. Der Anteil der Repogeschäfte an den Aktiven betrug seither rund ein Viertel.

Der Bestand an ungesicherten Devisenreserven nahm in den 1980er und 1990er Jahren weiter zu. Sein durchschnittliches jährliches Wachstum betrug zwischen 1980 und 1999 7,5% und war grösstenteils den hohen Zinserträgen auf den Fremdwährungsanlagen zuzuschreiben, welche die Kursverluste des Dollar über diese Zeitspanne mehr als kompensierten. Die unregelmässigen, im Volumen geringen Interventionen an den Devisenmärkten beeinflussten den Devisenbestand dagegen nicht mehr spürbar. Ende 1999 – vor Beginn der Goldverkäufe – belief sich der Devisenbestand auf 47 Mrd. Franken. Bis Frühjahr 2005 stieg er infolge der Goldverkäufe vorübergehend um weitere 16 Mrd. Franken. Ohne die Golderlöse hätte der Devisenbestand ab 2000 infolge der höheren Gewinnausschüttungen stagniert.

Im Gegensatz zu den Devisenbeständen blieb der Goldbestand der SNB ab 1971 – nachdem die USA die Goldkonvertibilität des Dollar aufgehoben hatten – praktisch konstant. Zur offiziellen Parität bewertet betrug er 11,9 Mrd. Franken. Nach Inkrafttreten der revidierten Währungsverfassung im Jahr 2000 bewertete die SNB den Goldbestand zu Marktpreisen; sein Wert stieg dabei auf 39,3 Mrd. Franken. Wegen des volatilen Goldpreises schwankte der Wert in der Bilanz seither stark. Die von Mai 2000 bis April 2005 durchgeführten Goldverkäufe halbierten den physischen Bestand auf rund 1300 Tonnen (siehe 8.2.4). Im April 2005 – nach Abschluss der Goldverkäufe – belief sich der Wert des Goldbestandes auf 21 Mrd. Franken.

8.1.3 *Aktivenstruktur: Fremdwährungs- kontra Frankenanlagen*

Mit dem Zusammenbruch des Systems der festen Wechselkurse und dem Abflauen der Turbulenzen am Devisenmarkt drängten sich Interventionen am Devisenmarkt weniger auf. Für die Umsetzung der Geldpolitik benötigte die Nationalbank damit nicht mehr zwingend Währungsreserven. Ende der 1970er Jahre stellte sie sich daher erstmals die Grundsatzfrage, welche Aktiven sie zur Schaffung von Liquidität erwerben und wie die Aktivenstruktur langfristig aussehen sollte. Das Direktorium erachtete die Währungsreserven im internationalen Vergleich damals als hoch und die Verlustrisiken auf den Dollarreserven als erheblich. Es sah daher keine Notwendigkeit, diese weiter aufzustocken.⁴ Der Anteil der Frankenaktiven war dagegen gering. Neben dem Inlandportfolio, das grösstenteils aus diskontierten Wechseln bestand und das 1980 weniger als 10% der Aktiven ausmachte, hielt die SNB noch einen kleinen Bestand an Frankenobligationen, denn sie hatte bis Ende der 1970er Jahre häufig am Obligationenmarkt interveniert, um die Rendite der Bundesanleihen zu beeinflussen (siehe 10.4.7). Neben den geldpolitischen Vor- und Nachteilen einer stärkeren Ausrichtung auf inländische Aktiven diskutierte das Direktorium auch mögliche Wirkungen auf den Ertrag. Im Jahre 1976 war Professor Jürg Niehans damit beauftragt worden, ein Gutachten zu diesen Fragen zu erarbeiten.⁵ Es sprach den Geschäften mit inländischen Aktiven und jenen mit Devisen, vor allem in der kurzen Frist, eine unterschiedliche Wirkung auf die Zinsen und auf den Wechselkurs zu. Die Möglichkeit, beide Arten von Geschäften zu tätigen, würde die Flexibilität der SNB erhöhen. Das Gutachten ging auch auf Ertragsüberlegungen ein und beleuchtete die fiskalischen und volkswirtschaftlichen Aspekte der verschiedenen Geschäfte. Berechnungen zeigten, dass der Ertrag auf Frankenanlagen in den vorangegangenen Jahren höher gewesen wäre als jener von Dollaranlagen.

Für das Direktorium stand schliesslich das Argument der geldpolitischen Flexibilität im Vordergrund. Um am Frankenmarkt nicht nur als Käufer von inländischen Aktiven, sondern auch als Verkäufer mit grösseren Beträgen auftreten zu können, sollte das Franken-Wertschriftenportfolio der SNB ausgebaut werden. Ein höherer Bestand an Frankenobligationen führte darüber hinaus zu einer erwünschten Währungsdiversifikation. Langfristig erschien dem Direktorium eine ausgeglichene Relation von Gold, Devisen und inländischen Wertpapieren als erstrebenswert. Im Frühjahr 1981 beschloss es

4 SNB, Protokoll des Direktoriums (1978), 29. Juni, Nr. 446.

5 SNB, Protokoll des Direktoriums (1978), 6. April, Nr. 242.

daher, den Bestand an inländischen Obligationen jährlich um ein Drittel des Geldmengenwachses aufzustocken. Es war sich dabei der Probleme eines Engagements in Frankenobligationen bewusst: Das Renditeniveau und die Fristigkeitsstruktur der Renditen sollten durch die Käufe der SNB nicht beeinflusst werden. Zudem wollte man auf keinen Fall den Eindruck einer Finanzierung des Bundesdefizits erwecken oder Strukturpolitik zugunsten einzelner Kantone oder Banken betreiben.⁶ Schliesslich durfte die SNB das Portfolio nicht aktiv bewirtschaften, da sie dabei ihren Informationsvorsprung in Bezug auf die Zinsentwicklung hätte ausnützen können.⁷

Während der folgenden zehn Jahre wuchs das Franken-Obligationenportfolio von 1 Mrd. auf knapp 3 Mrd. Franken. Aus geldpolitischer Sicht erlangte es jedoch keine grosse Bedeutung: Der Bedarf an Liquiditätsabschöpfung war nie gross gewesen, nicht zuletzt weil sterilisierte Devisenmarktinterventionen – das heisst Interventionen, deren Auswirkungen auf die inländische Geldmenge durch ein entgegengesetztes Geschäft mit Franken-Wertschriften neutralisiert werden – an Bedeutung verloren hatten. Am schweizerischen Obligationenmarkt blieb die Liquidität gering, und damit war auch die Möglichkeit von Käufen und Verkäufen durch die SNB beschränkt. Die tiefe Liquidität war teilweise auf die Stempelsteuer zurückzuführen, welche den Handel mit schweizerischen Wertpapieren verteuerte. Im Vergleich dazu waren der Dollar-Swapmarkt äusserst liquide und die Transaktionskosten bei Swapgeschäften tief. Aus anlagepolitischer Sicht war das Franken-Obligationenportfolio umstritten. Es wies zwar bei ähnlicher Rendite ein geringeres Risiko auf als Anlagen in ausländischen Währungen. Da damals eine umfassende Untersuchung über die Aktivenstruktur der SNB fehlte, liess sich der anlagepolitische Nutzen des Frankenportfolios aber nicht schlüssig beurteilen. 1992 beauftragte das Direktorium eine Arbeitsgruppe, Vorschläge für eine optimale Aktivenstruktur aus anlagepolitischer Sicht auszuarbeiten (siehe 8.3.3). In den folgenden Jahren wurden die Franken-Wertschriften nur noch wenig aufgestockt. Durch den Übergang zur Marktbewertung erhöhte sich deren Wert 1996 jedoch um 1,5 Mrd. Franken.

Bei der Einführung der Repos zur Umsetzung der Geldpolitik im Jahre 1998 hatte die SNB vorgesehen, die Frankenobligationen für Abschöpfungsrepos und für Margenzahlungen zu verwenden.⁸ Für letztere genügte der SNB jedoch ein Volumen von 1 Mrd. Franken, und für Abschöpfungsrepos bestand

6 SNB, Protokoll des Direktoriums (1981), 5. März, Nr. 143.

7 SNB, Obligationenkäufe (1991).

8 SNB, Arbeitsgruppe Aktivenbewirtschaftung (2000).

wenig Bedarf. Zudem hätte die SNB Abschöpfungsgeschäfte auch mittels der von den Banken hinterlegten Wertschriften durchführen können. Angesichts des hohen Repobestands und der vermehrten Diversifikation innerhalb der Fremdwährungsanlagen sowie der geringen Liquidität am Schweizer Obligationenmarkt sank der anlagepolitische Nutzen der Frankenobligationen. Schliesslich erhielt das mit dem Frankenportfolio verbundene Konfliktpotenzial angesichts der zunehmenden Bedeutung von Überlegungen zur Corporate Governance mehr Gewicht.⁹ Im Jahr 2004 begann die SNB, das Frankenportfolio abzubauen.

8.1.4 Zunehmende Erträge und Bildung von Rückstellungen

Bis Anfang der 1960er Jahre waren die auf den Aktiven erwirtschafteten Erträge der Nationalbank bescheiden. In den ersten zwei Jahrzehnten des Bestehens der Bank hatte das Diskontgeschäft am meisten zum Gesamtertrag beigesteuert, vor den Zinseinnahmen und dem Ertrag aus dem Devisen- und Goldverkehr. Bis 1930 belief sich der durchschnittliche jährliche Bruttoertrag auf gut 11 Mio. Franken. Mit der Einführung der Goldparität nahm die relative Bedeutung des Gold- und Devisenverkehrs für die Erträge zwar zu. Da die Aktiven hauptsächlich aus unverzinslichem Gold bestanden, änderte sich das Ertragsniveau jedoch kaum. Noch 1950 betrug der ausgewiesene Ertrag bei einem Aktivenbestand von knapp 6,5 Mrd. Franken nur 15,3 Mio. Franken. Erst mit den steigenden Beständen an verzinslichen Devisenanlagen in der zweiten Hälfte der 1960er Jahre erhöhte sich das Ertragsniveau merklich.

Die höheren Devisenbestände führten jedoch nicht nur zu steigenden Erträgen. Nach der Freigabe des Wechselkurses kam es auch zu massiv höheren Ertragsschwankungen infolge der Wechselkursvolatilität. Die Wechselkursgewinne und -verluste übertrafen die jährlichen Zinserträge oftmals bei weitem. Die hohen Verluste der Jahre 1973 und 1977/78 bildeten denn auch Anlass für verschiedene parlamentarische Vorstösse.¹⁰ Die SNB erachtete die erlittenen Verluste jedoch nicht als relevante Grösse, solange sie keine Devisen zum tiefen Kurs verkaufen musste. Aus ihrer damaligen Sicht war eine Bewertung der Devisenbestände zum aktuellen Tageskurs angesichts der starken Wechselkursfluktuationen immer mehr oder weniger willkürlich. Eine «richtige» Bewertung sei erst bei Festsetzung eines neuen Frankenkurses

9 Botschaft (2002), S. 6137 ff.

10 Interpellationen Fischer vom 26. Juni und 18. September 1973, Amtl. Bull. NR (1973), S. 1402 f. und S. 1541 ff.; einfache Anfragen Jaeger und Schmid vom 17. und 19. April 1978, Amtl. Bull. NR (1978), S. 1454 und S. 1454 f.

gegenüber dem Dollar möglich, argumentierte das Direktorium 1973. Es erachtete damals die Freigabe des Wechselkurses als Provisorium.¹¹ Ende 1977 bewertete die SNB ihre ungesicherten Dollarbestände absichtlich zu einem überhöhten Kurs, da sie den Dollar als stark unterbewertet einschätzte. Der ausgewiesene Bilanzverlust verringerte sich dadurch etwas. In einer Antwort auf eine parlamentarische Anfrage schrieb der Bundesrat in Absprache mit der Nationalbank, es handle sich dabei um einen währungspolitischen Entscheid. Die Bewertung zeige, wie die SNB die künftige Währungsentwicklung beurteile. Die Nationalbank ging davon aus, dass sich extreme Wechselkurschwankungen von selbst korrigierten und die höheren Zinserträge auf den Fremdwährungsanlagen die Währungsverluste langfristig ausgleichen würden – zu Recht, wie sich später zeigte.

Zwischen Anfang 1985 und Ende 1987 führte eine ausgeprägte Dollarschwäche zu Währungsverlusten in der Höhe von insgesamt 10,8 Mrd. Franken. Die Verluste liessen sich zwar durch die Auflösung von Rückstellungen decken, der hohe Anteil an Dollaranlagen der SNB stiess in der Öffentlichkeit jedoch immer mehr auf Kritik.¹² Ende 1986 waren 87% der ungesicherten Devisen in US-Dollar angelegt, 9% entfielen auf die D-Mark und 4% auf den Yen. Die SNB zog eine weiter gehende Diversifikation der Devisenreserven in Betracht. Sie erwartete davon allerdings nicht primär eine Erhöhung, sondern eine Verstetigung der Erträge, da sie langfristig von einem Ausgleich der Renditen in verschiedenen Währungen ausging. Eine bessere Diversifikation würde zudem die Palette der möglichen Devisenmarktinterventionen erweitern und die Krisenresistenz der Währungsreserven stärken.¹³ Den Diversifikationsbestrebungen standen jedoch markttechnische Gegebenheiten und gesetzliche Vorschriften im Weg: Angesichts der kurzen zulässigen Laufzeiten und der grossen Volumina war die SNB faktisch gezwungen, einen hohen Anteil ihrer Anlagen am liquiden amerikanischen Geldmarkt zu tätigen. Zudem wehrten sich die meisten Notenbanken gegen die Verwendung ihrer Währung als Devisenreserve.¹⁴

Trotz hoher Verluste in einzelnen Jahren betrug der Anlageertrag auf den Aktiven zwischen 1980 und 1999 unter Berücksichtigung der wechselkursbedingten Wertschwankungen durchschnittlich 2,5 Mrd. Franken pro Jahr. 90% der Erträge fielen auf den Fremdwährungsanlagen an. Die Wechselkurs-

11 SNB, Protokoll des Direktoriums (1973), 25. Oktober, Nr. 759.

12 Fragestunde NR vom Juni 1984: NR Meier, Amtl. Bull. NR (1984), S. 807; einfache Anfrage Meier vom 20. Juni 1988, Amtl. Bull. NR (1988), S. 1537.

13 SNB, Protokoll des Direktoriums (1987), 23. April, Nr. 201.

14 SNB, Protokolle des Direktoriums (1984), 4. Oktober, Nr. 445; (1989), 13. April, Nr. 165.

gewinne und -verluste glichen sich über die gesamte Zeitspanne hinweg fast vollständig aus. Nicht berücksichtigt sind dabei Wertschwankungen des Goldbestandes, der bis Mai 2000 zur offiziellen Parität bilanziert wurde.

Da die SNB ausser der Dividende und den Kantonsanteilen seit 1932 keine Gewinne ausgeschüttet hatte, erhöhten die Erträge auf den Anlagen die Bilanzsumme. 1971 wies die SNB erstmals Rückstellungen für Währungsrisiken auf der Passivseite ihrer Bilanz aus. 1976 wurden sie zur Deckung des Aufwertungsverlustes von 1971 vollständig aufgelöst. Der Bund hatte diesen Verlust in Form einer unverzinslichen Schuldverschreibung übernommen und die SNB verpflichtet, ihn bis 1976 zu tilgen (siehe 2.3.5).¹⁵ Wegen der schlechten Ertragslage konnte die Nationalbank erst 1980 erneut Rückstellungen bilden. Danach verzeichneten diese aber ein rasantes Wachstum: Ende 1990 betragen sie bereits 17,1 Mrd. Franken. Die wachsenden Rückstellungen erhöhten den Druck auf die SNB, einen Teil ihrer Erträge an die öffentliche Hand auszuschütten. Im Jahre 1991 trat die erste Gewinnausschüttungsvereinbarung zwischen SNB und Eidgenössischem Finanzdepartement (EFD) in Kraft (siehe 8.4.3). Sie begrenzte die Bildung von Rückstellungen und hatte damit direkte Auswirkungen auf das Bilanzwachstum. Da sich die Entwicklung der für die Umsetzung der Geldpolitik benötigten Aktiven – Devisenswaps und später Repos – nach den geldpolitischen Bedürfnissen richtete, schränkte die Vereinbarung vor allem die Entwicklung der Währungsreserven ein. Innerhalb der SNB wurde die Frage nach der richtigen Höhe der Währungsreserven bei den Vorarbeiten zur Gewinnausschüttungsvereinbarung daher ausführlich thematisiert.¹⁶

8.1.5 Funktion und Höhe der Währungsreserven

Die Währungsreserven dienten primär der Krisenvorsorge. 1983 sah eine interne Arbeitsgruppe «die Hauptfunktion der Währungsreserven [...] im Schutz vor einem internationalen Kaufkraftverlust eines Teils des Volksvermögens.»¹⁷ Währungsreserven sollten im Kriegs- oder Krisenfall zur Bezahlung notwendiger Importe herangezogen werden können. In den 1990er Jahren erhielt das Argument der Stärkung des Vertrauens in den Finanzplatz Schweiz Bedeutung. Dahinter stand zum einen die Überlegung, dass die Nationalbank als Lender of Last Resort nötigenfalls auch Fremdwährungsverpflichtungen des Bankensektors sollte abdecken können, zum anderen die

¹⁵ SNB, 64. Geschäftsbericht 1971, S. 57.

¹⁶ SNB, Protokoll des Direktoriums (1990), 30. August, Nr. 346.

¹⁷ SNB, Arbeitsgruppe Anlagepolitik (1983).

Überzeugung, dass hohe Währungsreserven präventiv gegen eine Vertrauenskrise im Finanzsektor wirkten.¹⁸

Ein traditionelles, aus der Zeit der festen Wechselkurse stammendes Argument für die Haltung von Währungsreserven war die Möglichkeit, den Frankenkurs durch Interventionen am Devisenmarkt zu beeinflussen. Die SNB intervenierte in den 1980er und 1990er Jahren allerdings verhältnismässig selten und nur mit geringen Volumina am Devisenmarkt. Sterilisierte Interventionen nahm sie meist nur noch im Einvernehmen mit anderen Notenbanken der Zehnergruppe und eher aus Solidarität denn aus eigenem Interesse vor. Bereits 1978, als der US-Dollar sich markant abschwächte, hatte das Direktorium die Meinung vertreten, dass ein Wechselkurstrend ohne Änderung des geldpolitischen Kurses letztlich nicht beeinflusst werden könne.¹⁹ Mittels sterilisierter Interventionen lasse sich allenfalls eine gewisse Signalwirkung erzielen. Mitte der 1980er Jahre stand die SNB bei konzertierten Interventionen oft abseits, was bei anderen Notenbanken Irritationen hervorrief.²⁰ Grundsätzlich beurteilten aber auch diese die Wirksamkeit sterilisierter Interventionen zunehmend skeptisch. Die SNB tätigte später nur noch zweimal grosse, eigenständige Devisenmarktinterventionen: Im Dezember 1989 verkaufte sie 545 Mio. Dollar und im März 1992 in zwei Schritten insgesamt 685 Mio. Dollar und 730 Mio. D-Mark, um den damals schwachen Franken zu stützen. Von Mitte 1994 bis Ende 2006 intervenierte sie nicht mehr. Die Haltung hoher, in kurzfristigen Dollaranlagen investierter Devisenreserven konnte sie daher nicht mehr mit der Notwendigkeit von Interventionen begründen, wie eine interne Arbeitsgruppe 1994 feststellte. Vielmehr reichte als Interventionsreserve ein bescheidener Betrag, solange die Schweiz nicht zu einem System fester Wechselkurse zurückzukehren gedachte.²¹

Als Teil des Volksvermögens sollten die Währungsreserven einen angemessenen Ertrag abwerfen. Angesichts der grossen Abschreibungsverluste auf den Dollaranlagen fanden Ertragsüberlegungen im Direktorium bereits in den 1970er Jahren Beachtung. Allerdings war damals kaum Spielraum für renditesteigernde Massnahmen vorhanden. Die Arbeiten zur Optimierung der Aktivenstruktur in den 1990er Jahren legten dann den Grundstein für eine stärkere Renditeorientierung. Für die Währungsreserven, welche über die eigentlichen Krisenreserven hinausgingen, sollte das Ertragsziel im Vor-

18 SNB, Arbeitsgruppe Aktivenstruktur (1996).

19 SNB, Protokoll des Direktoriums (1978), 5. Januar, Nr. 26.

20 Zur Diskussion siehe beispielsweise: SNB, Interventionen am Devisenmarkt (1983); SNB, Protokoll des Direktoriums (1985), 3. Oktober, Nr. 421.

21 SNB, Arbeitsgruppe Aktivenstruktur (1994, 1996).

dergrund stehen.²² Auch das Direktorium sprach sich anlässlich einer Klausurtagung im September 1996 grundsätzlich für eine stärkere Gewichtung von Renditeüberlegungen aus.²³

Lange Zeit blieb unklar, wie die Nationalbank die Höhe der notwendigen Währungsreserven ermitteln sollte. Deren angemessener Bestand lässt sich nicht wissenschaftlich bestimmen. Der Reservebedarf hängt zwar von den spezifischen Eigenheiten eines Landes, seiner Grösse und Verflechtung mit dem Ausland sowie seinen Motiven für die Reservehaltung ab (siehe 16.4.1 und Tabelle 16.3). Die wissenschaftliche Literatur misst und vergleicht die Währungsreserven eines Landes denn auch meist im Verhältnis zu den Importen, zur Geldmenge und zu den kurzfristigen Verpflichtungen des Landes in Fremdwährung.²⁴ Der konkrete Bedarf an Reserven – beispielsweise im Interventions- oder Krisenfall – kann aber kaum im Voraus quantifiziert werden. Noch weniger lässt sich der für die Vertrauensbildung notwendige Reservebestand definieren. Im Zusammenhang mit der Gewinnausschüttungsdebatte stellte das Direktorium denn auch fest, dass es keine objektiv richtige Höhe der Währungsreserven gibt und dass der Entscheid letztlich eine Ermessenssache bleibt. Die Vereinbarung zur Gewinnausschüttung von 1991 sah schliesslich ein implizites Wachstum der Währungsreserven im Umfang des nominellen Wirtschaftswachstums vor. Als Ausgangspunkt diente der Bestand von Ende 1990.

Im Jahre 1996 befasste sich eine Arbeitsgruppe aus Vertretern der SNB und des EFD unter anderem mit der Höhe der Währungsreserven und überprüfte die Voraussetzungen der Gewinnausschüttungsvereinbarung. Sie stützte sich dabei auf einen Vergleich mit anderen kleinen, der Schweiz vergleichbaren Ländern wie Schweden, Belgien, Holland und Österreich. Angesichts der hohen wirtschaftlichen Verflechtung der Schweizer Wirtschaft mit dem Ausland und der Bedeutung des Finanzplatzes erachtete sie die Währungsreserven als angemessen. Allerdings blieb der Goldbestand von der Untersuchung ausgeklammert, da er nach wie vor zum gesetzlichen Paritätskurs bewertet war und das damals geltende Recht Goldverkäufen entgegenstand. Die Arbeitsgruppe wies darauf hin, dass neue Überlegungen zum notwendigen Bestand an Währungsreserven anzustellen seien, sollte die Goldbindung des Frankens im Rahmen der anstehenden Revision der Währungsverfassung aufgehoben werden.²⁵

22 SNB, Arbeitsgruppe Aktivenstruktur (1994, 1996).

23 SNB, Protokoll des Direktoriums (1996), 19. September, Nr. 370.

24 Beispielsweise Grubel (1971) oder Roger (1993).

25 SNB, Arbeitsgruppe Anlagepolitik und Gewinnausschüttung (1996).

Intern hatte sich die Nationalbank schon seit einiger Zeit mit der Goldfrage beschäftigt. Das Direktorium sah einer Demonetisierung des Goldes mit gemischten Gefühlen entgegen. Die Lösung der Goldbindung des Franken und die Marktbewertung des Goldbestandes bedeuteten einen sprunghaften Anstieg der effektiv verfügbaren Währungsreserven und damit der Rückstellungen. Die Schweiz würde danach über deutlich höhere Reserven verfügen als vergleichbare kleine Länder. Das Direktorium befürchtete, dass die Aufwertung der Goldreserven unweigerlich zu höheren Gewinnausschüttungen an die öffentliche Hand führen und den Devisenbestand stark reduzieren würde. Angesichts der hohen jährlichen Schwankungen des Goldpreises erachtete es dies als gefährlich.²⁶ Demgegenüber wurde intern ein Abbau des Goldbestandes aus anlagepolitischen Gründen nicht ausgeschlossen: Eine Arbeitsgruppe sprach sich 1994 explizit für eine Umwandlung eines Teils des Goldes in andere Anlagen aus. Sie erwartete davon keine Schwächung des Vertrauens in den Franken und die Nationalbank. Das Vertrauen sei mittels einer gesetzlichen Verpflichtung der Nationalbank auf Preisstabilität ebenso gut zu erreichen.²⁷

In den 1990er Jahren fanden auch ausserhalb der SNB in Fachkreisen und im Parlament Debatten über die Funktion und angemessene Höhe der Währungsreserven statt. Die Gründe der Reserve- und insbesondere der Goldhaltung wurden vermehrt hinterfragt. Dazu dürfte einerseits das Ausbleiben schwerer wirtschaftlicher und politischer Krisen, andererseits die abnehmende Bedeutung von Devisenmarktinterventionen beigetragen haben. Zwei Aspekte standen im Zentrum der Diskussion: Erstens wurden der hohe Goldbestand der SNB und dessen Bewertung zum Paritätskurs kritisiert. Die Funktion des Goldes als Deckung des Notenumlaufs galt vielen als überholt, da die Einlösepflicht der Banknoten seit 1954 sistiert war. Das Vertrauen in den Franken sei nicht von der Golddeckung, sondern von der stabilitätsorientierten Geldpolitik der Nationalbank abhängig.²⁸ Ausserdem war der Goldbestand im Vergleich zu jenem ausländischer Notenbanken sehr hoch. Die Vorstösse zur Neubewertung des Goldbestandes beinhalteten daher meist auch einen teilweisen Verkauf des Goldes. Die Erlöse sollten entweder der Aufstockung der ertragbringenden Aktiven oder öffentlichen Zwecken – bei-

26 SNB, Protokolle des Direktoriums (1996), 9. Mai, Nr. 172; 23. Mai, Nr. 194; 28. November, Nr. 493.

27 SNB, Arbeitsgruppe Aktivenstruktur (1994).

28 Parlamentarische Initiative Hafner vom 21. Juni 1990, Amtl. Bull. NR (1991), S. 1910 ff.; Postulat vorberatende Kommission NR vom 19. November 1990, Amtl. Bull. NR (1991), S. 1915; Motion Spielmann vom 16. Dezember 1993, Amtl. Bull. NR (1995), S. 564 f.; Postulat der LDU/EVP-Fraktion vom 17. Juni 1994, Amtl. Bull. NR (1996), S. 561 ff.

spielsweise zur Tilgung der Bundesschuld – dienen. Gewicht erhielten die Vorschläge dadurch, dass die belgische und die holländische Zentralbank bereits Gold verkauft hatten. Zweiter Diskussionspunkt war die Anlagepolitik der SNB, welche vor allem von Professor Thomas von Ungern-Sternberg stark kritisiert wurde.²⁹ Die hohen Bestände an Gold und ungesicherten Dollar sowie die kurzen Laufzeiten der Anlagen – so die Kritik – würden zu hohem Risiko führen und das Ertragspotenzial deutlich einschränken. Die Kritik betonte die Notwendigkeit einer Änderung der gesetzlichen Bestimmungen, welche einer effizienteren Anlagepolitik der SNB im Wege stünden.

Im Februar 1996 schlug der Vorsteher des EFD vor, die Kritikpunkte zu prüfen.³⁰ SNB und EFD sollten im Rahmen einer gemeinsamen Arbeitsgruppe nach einer Lösung suchen, die rasch eine ertragreichere Bewirtschaftung der Devisen- und Goldreserven ermöglichen würde. Die Vorschläge der Arbeitsgruppe mündeten schliesslich in eine Teilrevision des Nationalbankgesetzes, welche den Anlagespielraum der SNB etwas vergrösserte (siehe 8.3.4). Die Goldfrage, die von der SNB nach aussen kaum thematisiert worden war, sollte dagegen erst im Rahmen der Reform der Währungsverfassung angegangen werden (siehe 9.3.1). Die Expertengruppe, welche der Bund mit Blick auf diese Aufgabe eingesetzt hatte, befasste sich mit der Frage, wie hoch die Währungsreserven nach Aufhebung der Goldbindung des Frankens sein müssten. Erstmals wurde der zu Marktpreisen bewertete Goldbestand in die Analyse mit einbezogen. Aufgrund internationaler Vergleiche kam die Expertengruppe zum Schluss, dass die Währungsreserven der Nationalbank zu hoch seien. Ein Teil des Goldes solle aus der Bilanz der SNB ausgegliedert werden.³¹ Die Zunahme der Währungsreserven, welche sich durch die Aufwertung des übrigen Goldbestandes ergeben würde, sei durch die grosse Bedeutung des Finanzplatzes aber gerechtfertigt. Der spätere Entscheid von Bundesrat und Direktorium, den Goldbestand der SNB um 1300 Tonnen – und damit um etwas mehr als die Hälfte – zu reduzieren, stützte sich auf diese Analyse. Mit der Festlegung des angemessenen Bestandes an Währungsreserven und der Bestätigung der Rückstellungspolitik waren Ende der 1990er Jahre wichtige Grundsatzfragen um Höhe und Wachstum der Währungsreserven geklärt.

29 Ungern-Sternberg (1996).

30 SNB, Protokoll des Direktoriums (1996), 22. Februar, Nr. 69.

31 Expertengruppe «Reform der Währungsordnung» (1997), S. 48 ff.

8.2 Das Goldgeschäft

VINCENT CRETOL

8.2.1 Das Umfeld

Der grösste Teil der Goldreserven der Nationalbank wurde unter dem System von Bretton Woods gebildet. Von 1946 bis 1971 stiegen sie von 1016 Tonnen auf 2585 Tonnen. Diese Entwicklung hing direkt mit den Devisenmarktinterventionen zusammen, welche die SNB in dieser Zeit zur Aufrechterhaltung des festen Frankenkurses tätigte, denn die ihr dabei zufließenden Dollarbeträge konvertierte sie regelmässig in Gold. Für diese Konversion gab es zwei Hauptgründe: Zum einen war der Schweizer Franken nach wie vor in Gramm Gold definiert und nicht über einen bestimmten Dollarkurs. Zum anderen war das Vertrauen in den Dollar bereits vor dem Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods geschwunden, weshalb die Nationalbank mit ihren regelmässigen Konversionen Verlusten für den Fall einer Dollarabwertung vorzubeugen versuchte (siehe 2.3.2).

In den 1960er Jahren erfolgte die Stabilisierung des Goldpreises über den Goldpool, an welchem die Nationalbank zusammen mit sieben weiteren Zentralbanken beteiligt war (siehe 2.3.3). Die jeweiligen Transaktionen wurden gemäss einem vorab festgelegten Verteilungsschlüssel vorgenommen, gemäss welchem sich der Anteil der Nationalbank auf 7,4% belief. Von 1961 bis 1964 hatten diese Operationen zur Folge, dass der Nationalbank netto Gold im Gegenwert von 1,5 Mrd. Dollar zufloss. Danach sah sich der Pool jedoch gezwungen, Gold zu verkaufen, um den Anstieg des Goldpreises unter Kontrolle zu halten. 1968 gab der Pool seine Tätigkeit auf, und die Zentralbanken beschlossen, den Goldmarkt zu spalten: Für Transaktionen zwischen Währungsbehörden galt ein offizieller Preis, für andere Transaktionen der Marktpreis, wie er sich durch das freie Spiel von Angebot und Nachfrage ergibt. Im August 1971 gingen die Goldreserven der USA infolge häufiger Konversionen von Dollar in Gold derart stark zurück, dass der Präsident der Vereinigten Staaten beschloss, die Goldkonvertibilität des Dollar aufzuheben.³² Mit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen verloren die Goldgeschäfte der Nationalbank vollends ihre Bedeutung: Zum einen war es nicht mehr Aufgabe der Geldpolitik, den Frankenkurs auf einem vorgegebenen Niveau zu stabilisieren; damit entfiel der Hauptgrund für den An- und Verkauf von Gold. Zum anderen war eine Verwaltung der Goldreserven nach Kriterien, die sich nicht mehr nach der Geldpolitik richteten, während vieler Jahre durch rechtliche

32 SNB (1982), S. 86 f., 239.

Vorschriften verunmöglicht, die immer noch teilweise auf dem Goldstandard basierten. Es waren insbesondere drei Anordnungen, die den Spielraum stark einengten: Erstens untersagte die bis zum Jahr 2000 geltende Goldparität des Frankens der SNB formell, Gold gegen Franken zu kaufen oder zu verkaufen, wenn der Goldpreis von der gesetzlichen Parität von 4595³⁵/₄₇ Schweizer Franken pro Kilogramm Gold abwich. Zweitens zwang sie die Golddeckungsvorschrift für die umlaufenden Banknoten dazu, einen minimalen Goldbestand zu halten. Drittens eröffnete erst die Revision des Nationalbankgesetzes 1997 die Möglichkeit, auf den Goldreserven einen Ertrag zu erwirtschaften.

Um die Goldgeschäfte der SNB angemessen beurteilen zu können, muss man daher dem jeweils geltenden rechtlichen Rahmen Rechnung tragen. In den 1970er Jahren legte die Nationalbank diesen recht grosszügig aus, da er in ihren Augen überholt war. Später führten interne und externe juristische Gutachten jedoch dazu, dass die SNB ihre Haltung überprüfte und auf bestimmte Geschäfte verzichtete, die sie ursprünglich als gesetzeskonform eingestuft hatte.

Die Motive für die nach 1973 getätigten Goldgeschäfte sind nicht mehr in der Geldpolitik, sondern anderweitig zu suchen. Die Einhaltung der Golddeckungspflicht für die Banknoten war ein wichtiges, lange Zeit dominierendes Anliegen, vor allem wenn es um die geographische Aufteilung der Goldreserven ging. Aber die Nationalbank tätigte auch Geschäfte, mit welchen sie Gewinne realisieren oder die Erträge auf den Beständen erhöhen wollte, selbst wenn Ertragsüberlegungen für die SNB lange Zeit im Hintergrund standen. Schliesslich glaubte die Nationalbank bis Ende der 1970er Jahre, dass ihr zusammen mit anderen Zentralbanken bei der Regulierung des Goldmarktes eine gewisse Rolle zukomme.

Die Goldgeschäfte der SNB fallen in folgende drei Kategorien: Geschäfte, mit welchen die Bank die Zusammensetzung und geographische Aufteilung der Goldbestände verändern wollte, Geschäfte zur Erzielung von Erträgen sowie An- und Verkäufe von Gold. Die erste Kategorie von Geschäften wurde während des ganzen Vierteljahrhunderts getätigt. Transaktionen zur Erzielung von Erträgen begann die SNB hingegen erst 1997 in grossem Stil abzuschliessen. An- und Verkäufe von Gold spielten bis Mai 2000 nur eine marginale Rolle.

8.2.2 Geographische Verteilung und Zusammensetzung der Goldreserven

Die Vorsorge für den Krisenfall war schon immer ein massgebendes Kriterium für die geographische Aufteilung der Goldreserven. Die Golddepots mussten daher räumlich diversifiziert sein; aber nur Länder mit

besonders stabilen wirtschaftlichen und politischen Verhältnissen kamen für solche Depots in Betracht. Auch waren nur Länder zu berücksichtigen, in welchen Anlagen von Zentralbanken Immunität genossen. Ausserdem sollten diese Standorte über einen Goldmarkt verfügen, an dem die Bestände nötigenfalls liquidiert werden konnten.³³ Die vom Direktorium in den Jahren 1976 und 1983 genehmigte strategische Standortdiversifikation sah vor, dass das Gold je hälftig auf Depots in der Schweiz und im Ausland verteilt werden sollte.³⁴ Diese Strategie wurde wegen der Golddeckungspflicht für Banknoten jedoch nie umgesetzt. Denn Artikel 19 des Nationalbankgesetzes von 1953 schrieb vor, dass mindestens 40% der umlaufenden Banknoten durch in der Schweiz verwahrtes und zur Parität bewertetes Gold gedeckt sein musste. Um diese Vorschrift zu erfüllen, verschob die Nationalbank einen Teil der sich im Ausland befindenden Bestände zurück in die Schweiz.³⁵ Sie tat dies entweder durch Transporte oder so genannte Location-Swaps mit ortsansässigen Banken, bei welchen sie im Ausland gelagertes gegen in der Schweiz verwahrtes Gold tauschte. Durch diese Operationen erhöhte sich der Anteil des in der Schweiz verwahrten Goldes von 56% (1971) auf 67% (1978). Um zusätzlichen Spielraum zu gewinnen, entschied die Nationalbank 1974, dass die Mindestdeckung nicht jederzeit, sondern nur im Jahresdurchschnitt einzuhalten sei.³⁶ Bei der Revision des Nationalbankgesetzes 1978 setzte sich die Nationalbank zugunsten einer Aufhebung der Golddeckungsvorschrift für Banknoten ein. Der Bundesrat teilte dieses Anliegen und unterbreitete dem Parlament eine entsprechende Botschaft. National- und Ständerat entschieden sich jedoch für Beibehaltung der Mindestdeckung von 40%. Allerdings wurde das Gesetz so abgeändert, dass von diesem Zeitpunkt an auch das im Ausland verwahrte Gold zur Notendeckung herangezogen werden konnte.³⁷ Da damit der Hauptgrund für die Goldverwahrung in der Schweiz weggefallen war, erhöhte die Nationalbank den Anteil des im Ausland gelagerten Goldes durch entsprechende Transporte und Location-Swaps wieder. Eine neue Einschätzung der geopolitischen Risiken bewog sie indes, das im Mai 2000 begonnene Verkaufsprogramm für 1300 Tonnen Gold vermehrt aus im Ausland gelegenen Depots zu alimentieren. Daher lag der grösste Teil der Goldbestände Ende 2005 wieder in der Schweiz.

33 SNB, Protokoll des Direktoriums (1993), 18. November, Nr. 493.

34 SNB, Protokoll des Direktoriums (1983), 6. Oktober, Nr. 522.

35 SNB, Protokoll des Direktoriums (1972), 17. August, Nr. 735.

36 SNB, Protokoll des Direktoriums (1973), 3. Mai, Nr. 305.

37 Schürmann (1980), Art. 19 N 12.

Die Nationalbank hat in den vergangenen 30 Jahren häufig Gold raffinieren lassen, um den ganzen Bestand auf den Qualitätsstandard «good delivery» zu bringen. Die schweizerischen Goldraffinerien waren bereit, die Aufträge der Nationalbank kostenlos durchzuführen. Im Gegenzug stellte die SNB diesen dafür einen Fonds de Roulement zur Verfügung, der mit einem Umfang von mehreren Tonnen Gold über die Menge hinausging, die zur Abwicklung der Raffinerungsaufträge der SNB unbedingt notwendig gewesen wäre. Diese Praxis wurde 1982 allerdings in Frage gestellt, als der Rechtsdienst der Nationalbank zum Schluss kam, dass sie auf die Gewährung eines ungesicherten Kredits hinauslaufe und als Goldleihe aufgefasst werden könne. Daher liquidierte die Nationalbank noch im gleichen Jahr ihre Depots bei den Raffinerien.³⁸ Danach wurden die Kosten für die Goldraffinerung der SNB ohne Umweg verrechnet.

8.2.3 Erzielen von Erträgen

Die Goldbestände von Zentralbanken stellen ein blockiertes Vermögen dar, das keine Zinsen einbringt. Eine Möglichkeit, auf diesem Vermögen Erträge zu erzielen, besteht darin, das Gold für eine im Voraus vereinbarte, begrenzte Frist gegen Entschädigung Dritten zu überlassen. Für solche Geschäfte gibt es zwei Arten von Gegenparteien: einerseits die Goldproduzenten, die das geliehene Gold auf dem Markt sogleich weiterverkaufen, um mit dem Erlös ihre Infrastruktur günstig zu finanzieren und das Risiko von Preisschwankungen auf ihrer künftigen Produktion abzusichern. Andererseits gehören die Raffinerien und Schmuckhersteller dazu, die ihren Goldvorrat auf diese Weise günstig finanzieren können, ohne sich während des Herstellungsprozesses einem Goldpreisrisiko auszusetzen. Solche Goldleihgeschäfte werden meist durch Finanzintermediäre – wie etwa spezialisierte Geschäftsbanken – vermittelt. Das Entgelt für eine Goldleihe ist im Allgemeinen tiefer als der Zins auf einer entsprechenden Dollaranlage.

Der Markt für Goldleihgeschäfte spielte bis 1987 eine relativ geringe Rolle. Danach begannen die Goldminen – in Anbetracht des sinkenden Goldpreises – Absicherungsgeschäfte zu entwickeln. Es wird geschätzt, dass das Volumen des Goldleihgeschäfts von weniger als 1000 Tonnen im Jahre 1986 auf rund 5500 Tonnen im Jahre 1999 stieg.³⁹ Der grösste Teil des dazu benötigten Goldes wurde von Zentralbanken bereitgestellt, für welche das Geschäft allerdings nicht ganz risikofrei war. So verursachte der Konkurs des

38 SNB, Protokolle des Direktoriums (1972), 6. Januar, Nr. 9; 2. März, Nr. 214; (1977), 16. Juni, Nr. 441.

39 Gold Survey (1999) und Cross (2000).

Bankhauses Drexel Burnham Lambert 1990 einigen in der Goldleihe engagierten Zentralbanken empfindliche Verluste.⁴⁰ Ab 1999 bauten die Produzenten ihre Absicherungspositionen wieder ab. Da das Angebot der Zentralbanken aber weiterhin hoch blieb, war beim Entgelt für Goldleihgeschäfte eine sinkende Tendenz zu verzeichnen.

Erst mit der Teilrevision des Nationalbankgesetzes des Jahres 1997 wurden der SNB solche Geschäfte ausdrücklich erlaubt. Sie hatte aber bereits zuvor einige solche Transaktionen getätigt. So lieh sie zwischen 1973 und 1976 verschiedentlich zwischen 10 und 30 Tonnen Gold an die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) aus. Die Laufzeit dieser Geschäfte war auf höchstens sechs Monate beschränkt, und die Verzinsung lag zwischen 0,0625% und 0,25%. 1977 wurde dieses Geschäft ausgesetzt, da es juristische Probleme aufwarf.⁴¹

Am 3. November 1997 nahm die SNB das Goldleihgeschäft in grossem Stil wieder auf. An diesem Tag trat das revidierte Nationalbankgesetz in Kraft, wonach nunmehr nicht nur die Goldleihe ausdrücklich erlaubt, sondern auch die Golddeckung der Banknoten von 40% auf 25% reduziert war. Das Direktorium beschloss zunächst einmal, 10% der Goldreserven – d. h. 260 Tonnen – für Goldleihgeschäfte einzusetzen. Da der Markt eng war, dauerte der Aufbau der Positionen ein paar Jahre. Die Laufzeit der Geschäfte erstreckte sich von einigen Monaten bis zu einem Jahr, und die Gegenparteien waren erstklassige Institute im In- und Ausland. Ab 1999 begann die Nationalbank, auch Leihgeschäfte gegen Hinterlage von Wertpapieren abzuschliessen. Bei diesen Geschäften ist das Kreditrisiko wesentlich geringer, so dass die Laufzeiten bis auf fünf Jahre ausgedehnt werden konnten. Als sich die Nationalbank im September des gleichen Jahres zusammen mit 14 anderen europäischen Zentralbanken im Rahmen eines Abkommens über die Begrenzung ihrer künftigen Goldverkäufe verpflichtete, das Leihgeschäft nicht mehr weiter auszubauen, ergab sich für sie eine Limite von 328 Tonnen. Im Laufe der folgenden Jahre sank das Entgelt auf der Goldleihe so stark, dass die SNB ihre ungedeckten Leihgeschäfte reduzierte. Ende 2006 hatte sie noch 119,5 Tonnen Gold ausgeliehen, und zwar alles gegen Deckung. Die Abnahme des Goldleihgeschäfts und die tiefere Verzinsung führten zu einem starken Rückgang der Erträge. Deren Kulmination fiel mit 91 Mio. Franken ins Jahr 2000; danach sanken die Erträge bis 2006 unter 16 Mio. Franken.

40 O'Callaghan (1993), S. 27.

41 SNB, Protokolle des Direktoriums (1974), 8. August, Nr. 728; 7. November, Nr. 1124; (1976), 29. Januar, Nr. 114; (1977), 24. Februar, Nr. 138/4; 10. März, Nr. 181; 21. April, Nr. 301; 16. Juni, Nr. 441.

8.2.4 An- und Verkäufe

Bis Mai 2000 bestimmte die gesetzliche Goldparität des Frankens den Preis, zu welchem die Nationalbank Gold kaufen und verkaufen konnte und gleichzeitig auch den Goldbestand in der Bilanz bewerten musste. Da sich der Goldpreis nach 1973 weit über der Parität bewegt hatte, war jeglicher Handel mit dem Edelmetall gegen Franken formell ausgeschlossen. Die Nationalbank versuchte dennoch verschiedentlich, einen Ausweg aus dem engen gesetzlichen Korsett zu finden.

1974 befasste sich der Rechtsdienst mit der Frage, ob die Nationalbank Gold am freien Markt verkaufen dürfe. Sie kam zum Schluss, dass dies ausserhalb der Parität weder direkt noch durch Vermittlung eines Dritten – wie etwa der Eidgenossenschaft – möglich sei. Hingegen schien der Tausch von Goldmünzen gegen Goldbarren zulässig zu sein.⁴² Da sich das Agio auf Goldmünzen gegenüber Goldbarren nach 1972 verfünffacht hatte und zu diesem Zeitpunkt bei 100 Franken pro «Vreneli»-Münze (zu nominal 20 Franken) lag, waren solche Geschäfte finanziell besonders attraktiv. Die Nationalbank nahm daher Kontakt mit einer im Münzenhandel führenden Bank am Platz auf, um einen Austausch von «Vreneli»-Münzen gegen Barren einzuleiten. In den Jahren 1974 bis 1979 wurden über drei Millionen Münzen getauscht. Die Abwicklung erfolgte mit der grössten Diskretion, um das Agio nicht zu gefährden. Diese Geschäfte trugen der Nationalbank über 160 Mio. Franken ein, brachten sie aber im Laufe der Jahre in eine immer verzwicktere Lage. Das steigende Angebot an Goldmünzen erweckte die Aufmerksamkeit anderer Banken, die Verdacht auf derartige Geschäfte schöpften und verlangten, ebenfalls daran teilhaben zu können. Zudem drängte der Bund, der von diesen Geschäften nichts wusste, die Nationalbank zu einem Umtausch der in den 1950er Jahren geprägten Goldmünzen zu 25 Franken und 50 Franken, um seinerseits das entsprechende Agio zu realisieren.⁴³ Ein im Auftrag der Nationalbank erstelltes externes juristisches Gutachten kam zum Schluss, dass der Austausch von Münzen gegen Barren grundsätzlich gesetzeswidrig sei. Damit flackerte die Diskussion über die rechtliche Grundlage der Tauschgeschäfte mit «Vreneli»-Münzen wieder auf.⁴⁴ Im Sommer 1979 gelangte auch ein juristisches Gutachten des Eidgenössischen Finanzdepartements (EFD) zum Schluss, dass die Nationalbank Münzen nicht direkt gegen Barren tauschen dürfe.⁴⁵ Zu den

42 SNB, Protokolle des Direktoriums (1974), 28. Februar, Nr. 191; 21. März, Nr. 244.

43 SNB, Protokolle des Direktoriums (1976), 23. September, Nr. 825; (1979), 7. November, Nr. 696.

44 SNB, Goldmünzen (1978); Protokoll des Direktoriums (1978), 26. April, Nr. 300.

45 SNB, Protokoll des Direktoriums (1979), 7. November, Nr. 696.

juristischen Einwänden gesellten sich die wachsenden Schwierigkeiten, den Tausch der «Vreneli»-Münzen geheim zu halten. Schliesslich stellte ihn die Nationalbank im August 1979 ein.⁴⁶ Auf Anfrage des EFD wurde die Möglichkeit solcher Geschäfte 1997 erneut geprüft. Da die Marktlage zu diesem Zeitpunkt kaum Gewinne erwarten liess und zudem eine Revision der Währungsordnung anstand, konnte die Nationalbank den Bund dazu bewegen, von seinem Anliegen Abstand zu nehmen.⁴⁷

Als der Internationale Währungsfonds (IWF) 1976 in einer Periode sinkender Goldpreise eine Goldauktion durchführte, erwog die Nationalbank mitzubieten. Sie wollte damit ihr Vertrauen ins Gold zum Ausdruck bringen und zur Stabilisierung des Goldpreises beitragen. Sie war der Ansicht, dass solche Käufe nicht gegen das Münzgesetz verstiessen, solange sie gegen Dollar erfolgten und das erworbene Gold in der Bilanz zur offiziellen Parität ausgewiesen wurde.⁴⁸ Die SNB nahm tatsächlich an zwei Auktionen teil und erwarb insgesamt 2,4 Tonnen Gold. 1979 erwog sie demgegenüber, zusammen mit anderen Zentralbanken Gold am Markt zu verkaufen, um den Preis zu stabilisieren. Diese Idee musste sie allerdings wegen des Risikos, die Golddeckung der Banknoten längerfristig nicht mehr einhalten zu können, wieder fallen lassen.⁴⁹ 1981 löste die gleiche Befürchtung eine Diskussion über Goldkäufe aus.⁵⁰ Da der Notenumlauf jedoch weniger rasch als erwartet zunahm und die Golddeckung mit der Revision des Nationalbankgesetzes im Jahre 1997 von 40% auf 25% herabgesetzt wurde, konnte die Nationalbank die Deckungsvorschrift ohne zusätzliche Goldkäufe einhalten. Lediglich in den Jahren 1984, 1986 und 1987 waren einige Kilogramm Gold gegen Dollar erworben worden. Sie dienten der Kompensation von Gewichtsunterschieden, die beim Transport von Barren zwischen verschiedenen Depots aufgetreten waren. Es ist nämlich möglich, dass unterschiedliche Rundungsmethoden beim Wägen der Barren anlässlich eines Transfers kleine Gewichtsunterschiede ergeben.⁵¹ Ab Ende der 1980er Jahre setzte sich die juristische Doktrin durch, dass der An- und Verkauf von Gold gegen Fremdwährung ebenfalls unzulässig sei, da er als «fraus legis», d. h. als Umgehung eines Verbots, ausgelegt werden könnte.⁵²

46 SNB, Tauschgeschäfte Goldmünzen (1979).

47 SNB, Protokolle des Direktoriums (1997), 16. Oktober, Nr. 478; (2000), 22. Juni, Nr. 285.

48 SNB, Protokolle des Direktoriums (1976), 28. April, Nr. 387; 10. Juni, Nr. 534; SNB (1982), S. 241.

49 SNB, Protokolle des Direktoriums (1979), 31. Mai, Nr. 328; 27. Juni, Nr. 410.

50 SNB, Protokoll des Direktoriums (1981), 12. Februar, Nr. 83.

51 SNB, Protokolle des Direktoriums (1986), 6. März, Nr. 110; (1987), 9. April, Nr. 184.

52 Junod (1988), Art. 39 N 69; Nobel (1987), S. 306.

Im Laufe der 1990er Jahre fanden die Währungsreserven der Nationalbank häufiger Eingang in die öffentliche Diskussion. Im Juni 1990 wurde eine parlamentarische Initiative lanciert, die Goldverkäufe zur Rückzahlung der Bundesschuld vorschlug. Als die SNB zur Stellungnahme vor einer nationalrätlichen Kommission eingeladen wurde, betonte sie, dass für eine solche Option sowohl eine Gesetzesänderung als auch eine Anpassung der Bundesverfassung unerlässlich wären.⁵³ Im September 1996 stellte ein interner Bericht über die optimale Zusammensetzung der Nationalbankaktiven fest, dass der Goldanteil zu hoch liege (40% anstelle eines geschätzten Optimums von 20% bis 30%), dass entsprechende Korrekturen vor einer Anpassung der Bundesverfassung aber nicht möglich seien.⁵⁴ Die Botschaft des Bundesrates vom 17. März 1997 über die Revision des Nationalbankgesetzes nahm diesen Hinweis übrigens wieder auf.⁵⁵

Ende der 1990er Jahre belegte die Schweiz mit Goldreserven von 2590 Tonnen weltweit Rang fünf unter den bestdotierten Ländern. Relativ gesehen, stand sie mit 365 Gramm Feingold pro Einwohner mit Abstand an der Spitze der Länder der Zehnergruppe. Die Niederlande nahmen mit 69 Gramm den zweiten Platz ein. Dabei zeichnete sich die SNB nicht nur durch die Höhe des Goldbestandes aus, sondern auch durch das Ausmass der Rückstellungen. Im März 1997 nahm die Idee, einen Teil der Goldreserven einem anderen Zwecke zuzuführen, konkrete Formen an. Damals erwog der Bundespräsident auf Anraten des Direktoriumspräsidenten der Nationalbank, den Goldbestand neu zu bewerten und einen Teil des sich ergebenden Buchgewinns (7 Mrd. Franken) zur Finanzierung einer so genannten Solidaritätsstiftung zu verwenden (siehe 9.4.1). Im Mai 1998 schlug der Bundesrat in seiner Botschaft zum neuen Geld- und Währungsartikel der Bundesverfassung vor, 1300 Tonnen Gold der Nationalbank für andere als geldpolitische Zwecke zu verwenden. Es sollten aber noch zwei Jahre verstreichen, bis der neue rechtliche Rahmen für Goldverkäufe geschaffen war. Im April 1999 nahmen Volk und Stände eine Totalrevision der Bundesverfassung an, mit welcher die Goldparität des Frankens abgeschafft wurde (siehe 9.2). Im Juni des gleichen Jahres gab das Direktorium zuhanden des Marktes offiziell bekannt, dass das Programm der Goldverkäufe nunmehr tatsächlich 1300 Tonnen umfassen werde.⁵⁶ Das Parlament verabschiedete im Dezember 1999 das neue Bundesgesetz über die Währung und die Zahlungsmittel, das keinen Hinweis mehr

53 SNB, Protokoll des Direktoriums (1990), 23. Mai, Nr. 199.

54 SNB, Arbeitsgruppe Aktivenstruktur (1996).

55 Botschaft (1997), Abschnitt 215.22.

56 SNB, Protokoll des Direktoriums (1999), 16. Juni, Nr. 262; Roth (1999).

auf das Gold enthält. Es trat im Mai 2000 in Kraft (siehe 9.5.5), und dem Verkauf von 1300 Tonnen Gold stand nichts mehr im Wege.

Zwölf Monate früher war die Marktlage noch keineswegs günstig gewesen. Andere Zentralbanken waren der Nationalbank mit Goldverkäufen zuvorgekommen. Zwischen 1996 und 1998 hatten Argentinien, Australien, Belgien, Indien, Kanada, Luxemburg, Österreich und die Tschechische Republik bereits Goldverkäufe getätigt. Auch der IWF befasste sich mit entsprechenden Projekten, und der Markt befürchtete, dass sich grosse europäische Länder diesem Trend anschliessen würden. Im Mai 1999 geriet der Goldpreis noch weiter unter Druck, als das britische Schatzamt mitteilte, es werde 415 Tonnen auf den Markt bringen. Der Goldpreis sank danach auf das tiefste Niveau seit 20 Jahren. An der Jahrestagung der Bretton-Woods-Institutionen im September 1999 gaben fünfzehn europäische Zentralbanken, einschliesslich der Schweizerischen Nationalbank, ein Abkommen bekannt, mit welchem sie ihre Goldverkäufe für die fünf folgenden Jahre auf 2000 Tonnen bzw. rund 400 Tonnen pro Jahr beschränkten. Sie verpflichteten sich ausserdem, während der Laufzeit des Abkommens ihre Goldleih- und Gold-Termingeschäfte nicht weiter auszubauen. Diese Übereinkunft wirkte sich unmittelbar auf den Goldpreis aus, da nun ein Grossteil der Unsicherheiten über die künftige Politik der offiziellen Goldhalter entfallen war. Im September 2004 wurde die Übereinkunft um weitere fünf Jahre verlängert und die Verkaufsmenge dabei auf 2500 Tonnen erhöht.

Das Abkommen vom September 1999 war für die Schweiz besonders interessant, da die für den Verkauf vorgesehenen 1300 Tonnen Gold zunächst im Kontingent von 2000 Tonnen inbegriffen waren. Im Gegenzug hatte sich die Nationalbank auch an die Bedingungen des Abkommens zu halten, wonach sie das ihr zugeteilte Jahreskontingent respektieren und auf eine Absicherung des Preisrisikos auf dem noch nicht verkauften Teil des Goldes verzichten musste. Die jährlichen Kontingente wurden erst nach Abschluss des Abkommens ausgehandelt. Da die Notenbanken bei der Anmeldung ihrer Verkaufswünsche die vereinbarten 2000 Tonnen um rund 10% überschritten, mussten die Zuteilungen gekürzt werden. Zusammen mit anderen Zentralbanken willigte die SNB ein, den Verkauf von 10% der vorgesehenen Menge von 1300 Tonnen nicht vor September 2004 zu tätigen⁵⁷.

Mit dem Verkauf einer ersten Goldtranche beauftragte die Nationalbank zunächst die BIZ, da diese über eine grosse Erfahrung in diesem Bereich verfügte. Die BIZ verkaufte zwischen Mai 2000 und März 2001 220 Tonnen

57 SNB, Protokoll des Direktoriums (1999), 16. Dezember, Nr. 546.

auf Rechnung der SNB am Goldmarkt. Ab April 2001 führte die Nationalbank ihre Verkäufe selber durch. Zwei Verfahren kamen dabei zur Anwendung: Kassaverkäufe und Verkaufsprogramme mit Optionscharakter. Bei den Kassaverkäufen, die sich auf 730 Tonnen beliefen, bot die SNB den am Goldmarkt tätigen Finanzinstituten täglich Goldbarren an. Die restlichen 350 Tonnen wurden im Rahmen von Verträgen verkauft, welche die Gegenseite zur regelmässigen Abnahme von Gold zu einem Spread gegenüber dem Londoner Goldfixing verpflichteten, aber einen Höchstpreis vorsahen, um die Prämie zu verbessern. Mit dieser Konstruktion, welche regulären Verkäufen zum Preis des Londoner Fixing – verbunden mit dem gleichzeitigen Verkauf von «out of the money» liegenden Call-Optionen – entsprach, wollte die SNB eine Prämie gegenüber dem Marktpreis erzielen. Die einzelnen Programme umfassten den Verkauf von jeweils 25 Tonnen oder 50 Tonnen Gold und wurden in regelmässigen Abständen im Auktionsverfahren an eine begrenzte Anzahl von Marktteilnehmern vergeben. Im Vergleich zu den Kassaverkäufen fiel dabei eine zusätzliche Prämie von 1.4 Dollar bis 3.5 Dollar pro Feinunze Gold an.

Das Abkommen vom September 1999 hatte die Möglichkeiten der Nationalbank, das Risiko auf ihren Goldbeständen aktiv zu bewirtschaften, eingeschränkt. Um wenigstens das mit einem sinkenden Dollarkurs verbundene Verlustrisiko auf den noch abzuwickelnden Goldverkaufsgeschäften zu begrenzen, sicherte sie ab Dezember 2000 den Frankenwert auf einem Teil (35%) der noch zu erwartenden Dollareingänge ab. Diese Absicherungsoperationen erbrachten zusätzliche Erträge von rund 830 Mio. Franken.

Mit dem Verkauf der 1300 Tonnen Gold zwischen März 2000 und Mai 2005 löste die Nationalbank insgesamt 21,1 Mrd. Franken, was einen mittleren Preis pro Kilogramm von 16241 Franken ergibt. Pro Feinunze Gold betrug der erzielte Preis 351 US-Dollar, was 17 Dollar über dem durchschnittlichen Fixing im betreffenden Zeitraum lag. Dieser zusätzliche Ertrag stammte zu über drei Vierteln aus dem Gewinn auf der Absicherung der Dollareingänge.

Insgesamt war das Marktumfeld für diese Goldverkäufe günstiger, als man es 1999 noch hätte erwarten können. Das transparente und marktchonende Vorgehen zahlte sich für die SNB aus, erlaubte es doch, einen Verkaufspreis zu erzielen, der über dem durchschnittlichen Goldpreis der Verkaufsperiode lag.

8.3 Die Anlagepolitik der Nationalbank

DEWET MOSER UND THOMAS STUCKI

8.3.1 Einleitung

Die Funktion der Nationalbankaktiven ist seit der Gründung der Nationalbank im Kern unverändert geblieben. Sie dienen der Umsetzung der Geld- und Währungspolitik und stärken das Vertrauen in den Franken und in das Schweizer Finanzsystem. Gegenüber früher wesentlich erweitert hat sich in den letzten drei Jahrzehnten dagegen der Gestaltungsspielraum der Nationalbank bezüglich der Zusammensetzung und insbesondere der Bewirtschaftung ihrer Aktiven. Die Entwicklung der Anlagepolitik vollzog sich dabei in kleinen Schritten. Sie begann in den 1970er Jahren bei den Devisenreserven als der bedeutendsten Anlageposition. Die Devisenreserven bestanden damals primär aus Dollar, und ihre Verwaltung war strategisch auf möglichst hohe Sicherheit und Liquidität ausgerichtet. Dabei versuchte die SNB, vorhandene Ertragsspielräume zu nutzen; zu diesem Zweck baute sie ab 1984 ein spezialisiertes Portfoliomanagement auf.

Gesetzliche Schranken, markttechnische Begrenzungen sowie geld- und währungspolitische Bedenken des Direktoriums standen jedoch bis Mitte der 1990er Jahre einer umfassenden Bewirtschaftung der Devisenreserven entgegen. Mit der Teilrevision des Nationalbankgesetzes von 1997 erhielt der Ertrag als Anlagekriterium dann eine strategische Bedeutung, und nach Inkrafttreten des total revidierten Nationalbankgesetzes (NBG) im Jahre 2004 wurde nun auch die Anlagepolitik zu einer Kernaufgabe der SNB. Beides waren entscheidende Voraussetzungen für eine zeitgemässe Anlagepolitik, welche das Verhältnis von Risiko zu Ertrag der Nationalbankaktiven optimiert, allerdings immer nur, soweit es die Geldpolitik erlaubt. Diese behält in jedem Fall Vorrang vor anlagepolitischen Überlegungen.

In der Anlagepolitik verfolgt die SNB das Ziel, die umfassende Schutzfunktion der Währungsreserven zu erhalten. Ausdruck davon ist ihre rechtliche Verpflichtung, die Währungsreserven – durch die Akkumulation von Rückstellungen – auf der geld- und währungspolitisch erforderlichen Höhe, und einen Teil davon in Gold, zu halten. Um die vorgeschriebenen Rückstellungen und Währungsreserven zu bilden, muss die SNB auf ihren Anlagen angemessene Erträge erwirtschaften. Mit anderen Worten darf sie ihre Anlagepolitik nicht einseitig auf Sicherheit und Liquidität ausrichten. Sie muss auch dem Ertrag gebührend Rechnung tragen. Durch eine professionelle Anlagepolitik kann die SNB überdies ihre Glaubwürdigkeit und Reputation als Verwalterin eines Teils des Volksvermögens stärken. Umgekehrt darf sie mit

der Anlagepolitik keinen Reputationsschaden riskieren, denn ihre Glaubwürdigkeit ist nicht zwischen Geld- und Anlagepolitik teilbar.⁵⁸

Der Weg bis zur Etablierung der Anlagepolitik als Kernaufgabe der SNB verlief nicht geradlinig. Im Kreis der Zentralbanken gehörte die SNB aber immer wieder zu den Pionierinnen, und zwar sowohl beim Anlageprozess als auch bei den Anlageinstrumenten. Sie zählte zu den ersten Zentralbanken, die mit professionellen Vermögensverwaltungsfirmen zusammenarbeiteten (ab 1978), ein eigenständiges Portfoliomanagement aufbauten (ab 1984), eine unabhängige Risikomanagement-Funktion schufen (ab 1997) und einen Teil der Devisenreserven in Aktien und Unternehmensanleihen anlegten (ab 2004).⁵⁹

8.3.2 Die Anfänge der Anlagepolitik

Fragen der Bewirtschaftung der Devisenreserven stellten sich ab Mitte der 1970er Jahre. Angesichts der erheblichen Währungsverluste, welche die Nationalbank in den Jahren nach der Freigabe des Frankenkurses erlitten hatte, versuchte das Direktorium, wenigstens die Erträge auf den Dollaranlagen zu erhöhen. Dazu vergrösserte es den Anteil der Bankanlagen, da diese höher verzinst waren als amerikanische Schatzwechsel (Treasury Bills). Weil die Restlaufzeit für Devisenanlagen bis zur Revision des Nationalbankgesetzes vom Dezember 1978 gesetzlich auf drei Monate beschränkt war, blieb die Anlagetätigkeit zudem weit gehend passiv, d. h. die SNB hielt ihre Anlagen bis zur Fälligkeit und liess sie dann automatisch erneuern.

Erste anlagepolitische Überlegungen gehen auf das Jahr 1976 zurück, als der Stellvertreter des Vorstehers des I. Departements zum Schluss kam, dass sich auch eine Notenbank nicht davon abhalten lassen sollte, im Rahmen der erforderlichen Liquiditäts- und Sicherheitsbedingungen auf eine Maximierung des Ertrags zu tendieren. Die Grundsatzfrage, wie weit die SNB als Notenbank neben der Geldpolitik auch eine Anlagepolitik betreiben soll, war damit prägnant gestellt. Fortan schenkte die Nationalbank der Verwaltung der Devisenreserven grössere Aufmerksamkeit. 1978 schloss sie mit einer New Yorker Vermögensverwaltungsfirma einen Beratungsvertrag für Portfoliomanagement ab und übertrug ihr einen Teil der Dollarreserven zur Verwaltung.

Mit wachsendem Anlagebedarf erwies sich die Beschränkung der Laufzeit nicht mehr nur mit Blick auf die Erträge als problematisch. Die SNB ab-

58 SNB, Ziele und Restriktionen (2006), S. 2.

59 How Countries Manage Reserve Assets (2003); RBS Reserve Management Trends (2005).

sorbierte bis zu einem Viertel einzelner Treasury-Bill-Emissionen, was deren Liquidität beeinträchtigte und sogar die Offenmarktpolitik des amerikanischen Federal Reserve Board zu stören drohte. Nach der Ausdehnung der gesetzlichen Laufzeitgrenze von drei auf zwölf Monate im Jahre 1978 nahm die SNB ihr erstes Anlagekonzept für die Devisenreserven in Angriff.⁶⁰ Ziel war eine Verteilung der Anlagen auf die verschiedenen Laufzeiten und ein begrenzt aktives Management. Dabei verlängerte die SNB die Restlaufzeit des Portfolios, wenn sie stabile oder sinkende Zinsen erwartete und verkürzte sie, wenn sie mit steigenden Zinsen rechnete. Zudem versuchte die Nationalbank, vorübergehende Anomalien auf der Zinskurve durch Arbitragegeschäfte zwischen einzelnen Serien von Treasury Bills auszunutzen. Auch auf erwartete Änderungen der Zinsdifferenzen zwischen solchen kurzfristigen Staatspapieren und Bankpapieren ging sie Positionen ein. Bei ihren ersten Versuchen im aktiven Management stützte sich die SNB primär auf die Anlageempfehlungen ihres amerikanischen Vermögensverwalters, der den Markt besser kannte. Im Jahre 1980 erhöhte sie den von ihm bewirtschaftenden Dollarbetrag deutlich und begann damit, den Ertrag auf dem verwalteten Vermögen nach dem so genannten Marktbewertungsansatz, also unter Berücksichtigung sowohl der realisierten als auch der nichtrealisierten Gewinne und Verluste, zu berechnen. Sie verglich den Ertrag erstmals auch mit Referenzportfolios (Benchmark), um den Renditebeitrag des aktiven Managements abzuschätzen.

8.3.3 Gezieltes Portfoliomanagement der Devisenanlagen ab 1984

Das Direktorium nahm 1983 eine erste umfassende Standortbestimmung zur Politik der Devisenanlagen vor.⁶¹ Es liess die Ziele der Anlagepolitik aus der Sicht einer Notenbank von einer Arbeitsgruppe aufarbeiten und die Erfahrungen mit dem bisherigen Anlagekonzept auswerten. Als Orientierungsrahmen dienten dabei die Erkenntnisse der Modernen Portfoliotheorie.⁶² Die Standortbestimmung mündete in einen Massnahmenplan, der den Aufbau eines systematischen Anlage- und Kontrollprozesses zum Ziel hatte. Die Devisenanlagen sollten fortan nach den Grundsätzen des professionellen Portfoliomanagements bewirtschaftet werden, jedenfalls so weit dies gesetzlich möglich war und die Geld- und Währungspolitik nicht behinderte. Zu diesem Zweck schuf das Direktorium 1984 eine eigenständige Anlageabtei-

60 SNB, Protokoll des Direktoriums (1979), 27. September, Nr. 608.

61 SNB Arbeitsgruppe Anlagepolitik (1983).

62 Beispielsweise Rudd (1982).

lung und trennte das Portfoliomanagement organisatorisch von der Abwicklung der Anlagegeschäfte. Es liess zudem die Swapdollar (siehe 4.6.4), die bis zu diesem Zeitpunkt unabhängig von den Devisenreserven und völlig passiv bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich angelegt worden waren, ins Anlageportfolio integrieren. Ein Referenzportfolio, welches die Anforderungen der SNB an Liquidität, Risiko und Ertrag der Dollaranlagen korrekt widerspiegelte, sollte als Messlatte für die Performancekontrolle dienen. Eine neue Informatiklösung erlaubte, alle Devisenanlagen täglich zu Marktkursen zu bewerten und die Renditen zu berechnen. Die Bankleitung gab der Anlageabteilung ein eng definiertes Band für die durchschnittliche Restlaufzeit des Devisenportfolios vor. Die Abteilung musste – gleich wie der externe Vermögensverwalter – versuchen, durch geschickte Positionierung auf der Zinskurve eine Rendite zu erwirtschaften, die über jener des Referenzportfolios lag. Sie hatte die vorgesetzten Stellen je nach Hierarchiestufe täglich, wöchentlich und quartalsweise über die eingegangenen Risiken und die erwirtschafteten Erträge zu informieren. Wie sich in der Folge zeigte, sollten die Anlageergebnisse der internen Portfoliomanager und des externen Managers über die Jahre hinweg nahe beieinander liegen.

Die Standortbestimmung des Jahres 1983 ging jedoch über diesen Massnahmenplan hinaus. Die Arbeitsgruppe schlug vor zu prüfen, ob sich die gesetzliche Laufzeitgrenze weiter ausdehnen liesse und ob mit derivativen Finanzinstrumenten – d. h. Futures und Optionen – die Währungsdiversifikation verbessert werden könnte. Das Direktorium bedachte diese Vorschläge allerdings mit Skepsis.⁶³ Es scheute die potenziellen Konflikte zwischen einer aktiveren Anlagepolitik und der Geld- und Währungspolitik und mass den politischen Problemen, die eine verstärkte Ertragsorientierung hätte hervorrufen können, grosse Bedeutung bei. Die Fragen blieben aber auf der Tagesordnung und prägten die interne anlagepolitische Diskussion der folgenden Jahre. 1987 stimmte das Direktorium schliesslich einer graduellen Diversifikation in die D-Mark und den Yen zu.⁶⁴ Aus Rücksicht auf die Währungsverhältnisse und die beteiligten Notenbanken, mit welchen die operationellen Aspekte der Währungsumschichtung usanzgemäss vorgängig abzusprechen waren, begann die SNB jedoch erst 1989 mit der Währungsumschichtung.⁶⁵ In der Folge nahm der Anteil der D-Mark- und Yen-Anlagen von 7% auf 13% im Jahre 1995 zu.

63 SNB, Protokoll des Direktoriums (1983), 8. Dezember, Nr. 659.

64 SNB, Protokoll des Direktoriums (1987), 23. April, Nr. 201.

65 SNB, Protokoll des Direktoriums (1989), 13. April, Nr. 165.

Inzwischen begannen Finanzmarktspezialisten mehr und mehr in Zweifel zu ziehen, ob die Restlaufzeit ein guter Indikator für die Liquidität einer Anlage sei. Eine Anlage galt vielmehr dann als liquide, wenn sie sich in grosser Menge schnell und ohne Preiseinbusse veräussern liess. Aus dieser Optik war die gesetzliche Begrenzung der Laufzeit kein adäquates Steuerungsinstrument für die Liquidität mehr. Sie beeinträchtigte die Liquidität tendenziell sogar, da sie zu einer hohen Konzentration der SNB-Anlagen in einzelnen Segmenten des amerikanischen Geldmarkts führte, so dass die Transaktionen der SNB die Preise merklich beeinflussen konnten. Die Märkte für kurzfristige Anlagen in D-Mark und Yen waren selbst für geringere Beträge nicht genügend liquide. Das Direktorium nahm sich daher 1988 vor, die Laufzeitgrenze für Staatspapiere im Rahmen einer späteren Revision des Nationalbankgesetzes wenn möglich auf fünf Jahre anzuheben. Mit längerfristigen Anlagen waren darüber hinaus höhere Erträge zu erzielen.⁶⁶ 1989 prüfte das Direktorium den Einsatz von Futures und Optionen. Analysen zeigten die Nützlichkeit dieser Instrumente für die Bewirtschaftung der Devisenreserven. Wegen ihres rasanten Wachstums waren die Derivatmärkte zum Teil bereits liquider als die Kassamärkte. Auch für den Einsatz von Derivaten mussten jedoch zuerst die notwendigen Rechtsgrundlagen geschaffen werden.⁶⁷ Die Zeit für eine primär anlagepolitisch motivierte Änderung des Nationalbankgesetzes war aber politisch noch nicht reif, zumal die SNB mit einem solchen Schritt auch im Vergleich mit vielen anderen Zentralbanken Neuland betreten hätte.

Gleichwohl weitete die Nationalbank Anfang der 1990er Jahre ihre anlagepolitischen Überlegungen aus und bezog auch die übrigen Aktiven mit ein. Eine interne Arbeitsgruppe erarbeitete Vorschläge zur Optimierung der Aktivenstruktur und zur Bewirtschaftung der Aktiven.⁶⁸ Sie versuchte, die anlagepolitischen Möglichkeiten mit den notenbankpolitischen Anforderungen an die Aktiven auf optimale Weise zu verbinden und zeigte den Spielraum der SNB für eine stärker auf den Ertrag ausgerichtete Anlagepolitik auf. Die Vorschläge zielten auf eine umfassende Diversifikation und damit auf ein langfristig günstigeres Verhältnis von Risiko zu Rendite ab. Die Arbeitsgruppe schlug vor, die Aktiven in ein auf Sicherheit und Liquidität ausgerichtetes Krisenportfolio und ein ertragsorientiertes Anlageportfolio aufzuteilen. Letzteres hätte neben internationalen Obligationenanlagen auch Aktienan-

66 SNB, Protokoll des Direktoriums (1988), 28. April, Nr. 193.

67 SNB, Protokoll des Direktoriums (1989), 22. Juni, Nr. 264.

68 SNB, Arbeitsgruppe Aktivenstruktur (1994, 1996).

lagen enthalten. Ein eigenständiges Anlageportfolio schloss das Direktorium jedoch aus. Die Schaffung eines solchen Portfolios hätte den Eindruck erwecken können, die SNB benötige zur Erfüllung ihres geld- und währungs-politischen Auftrags einen Teil ihrer Aktiven nicht.⁶⁹ Auch ging die vorgeschlagene Diversifikationsstrategie weit über den gegebenen rechtlichen Rahmen hinaus. 1996 war dann die Zeit reif für eine primär anlagepolitisch begründete Gesetzesänderung und damit für den nächsten Schritt in der Anlagepolitik.

8.3.4 Die anlagepolitisch motivierte Teilrevision des Nationalbankgesetzes von 1997

Eine im Juni 1996 von Nationalbank und Eidgenössischem Finanzdepartement eingesetzte Arbeitsgruppe hatte den Auftrag, nach Möglichkeiten einer ertragreicheren Bewirtschaftung der Devisenreserven zu suchen und die dafür nötigen Gesetzesänderungen vorzuschlagen. Dass die Gesetzesrevision ausdrücklich anlagepolitisch begründet war, verdeutlicht den Stellenwert, den das Ertragsziel im Aufgabenkreis der SNB inzwischen erlangt hatte. Die Arbeitsgruppe beschränkte sich auf die Anpassungen, die im Rahmen einer Teilrevision des Nationalbankgesetzes möglich waren. Sie schlug drei Änderungen vor. Erstens sollte die Begrenzung der Restlaufzeit für ausländische Anlagen ersatzlos fallen. Das ermöglichte der SNB, Obligationen über das ganze Laufzeitenspektrum zu halten. Es erlaubte ihr überdies, Anlagen auch in anderen Währungen als dem Dollar zu tätigen, da die Staatsanleihemärkte – im Gegensatz zu den Geldmärkten – für die Bedürfnisse der SNB nicht nur in den USA liquide genug waren. Zur Steuerung der Marktrisiken auf den Devisenreserven sollte das Gesetz zweitens Derivate in Form von Termingeschäften (Forwards, Swaps, Futures) und Optionen zulassen, und zwar sollten Derivate auf alle Anlagen zulässig sein, die die SNB auch direkt erwerben konnte. Drittens sollte die Pensionierung von Wertschriften als neue Geschäftsart zugelassen werden, um der SNB Zugang zu den rasch wachsenden Repomärkten zu ermöglichen. Repos reduzieren das Risiko von Anlagen bei Banken durch die Besicherung mit Staatspapieren. Die Arbeitsgruppe schätzte den Mehrertrag, den die SNB durch die vorgeschlagenen Gesetzesänderungen erzielen würde, auf rund 400 Mio. Franken pro Jahr.⁷⁰ Die Teilrevision des Nationalbankgesetzes mit den drei Änderungen trat am 1. November 1997 in Kraft.

⁶⁹ SNB, Protokoll des Direktoriums (1996), 19. September, Nr. 370.

⁷⁰ Botschaft (1997), S. 1003.

8.3.5 Neuordnung der Anlagepolitik ab 1997

Im Vorfeld der Revision hatte die SNB ihren Anlageprozess umfassend überprüft. Sie hatte die Anlageorganisation erweitert und die personellen und technischen Mittel mit dem Ziel verstärkt, das Portfoliomanagement weiter zu professionalisieren. Das Direktorium hatte die folgenden drei Entscheidungsebenen definiert: Auf der strategischen Ebene wollte es selber jährlich die Strategie in Form eines Zielfortfolios für die Devisenreserven festlegen. Innerhalb der vom Direktorium vorgegebenen strategischen Grenzen entschied ein internes Anlagekomitee mit Vertretern aller drei Departemente über taktische Abweichungen von der Strategie sowie über die Anlagerichtlinien für die Portfoliomanager. Auf der operativen Ebene schliesslich bewirtschafteten die Portfoliomanager ihre Portfolios gemäss den Vorgaben des Anlagekomitees. Die Leistungen des Anlagekomitees und der Portfoliomanager wurden je separat gegenüber ihrem jeweiligen Referenzportfolio gemessen. Zur Erarbeitung der Anlagestrategie und für die Risikoüberwachung schuf das Direktorium eine eigenständige Risikomanagement-Abteilung.⁷¹

In den folgenden Jahren schöpfte die SNB den neuen Gesetzesspielraum schrittweise aus und verbesserte damit das Verhältnis des Ertrags zum Risiko der Aktiven nachhaltig. Das erste Zielfortfolio unter den neuen Rahmenbedingungen führte zu erheblichen Währungsumschichtungen und erhöhte die mittlere Laufzeit (Duration) auf drei Jahre. Ab November 1997 kaufte die SNB die ersten Obligationen mit längeren Restlaufzeiten und tätigte erstmals Anlagen in Holländischen Gulden. Bis im Sommer 1998 senkte sie den Dollaranteil von 85% auf 55% der Devisenreserven. Dies geschah grösstenteils zugunsten der D-Mark, aber die SNB berücksichtigte auch die Dänische Krone und das Britische Pfund. Damit war ein wichtiger Schritt in Richtung Diversifikation und Reduktion des Währungsrisikos vollzogen. Auch bezüglich der Obligationenschuldner diversifizierte die SNB das Portfolio stärker: Fremdwährungsanleihen von Staaten und Internationalen Organisationen, Anleihen der amerikanischen Wohnbauförderungs-Agenturen Fannie Mae und Freddie Mac sowie deutsche Pfandbriefe ergänzten das Anlagespektrum. Zur Steuerung der Zinsrisiken setzte die SNB Zinsfutures ein. Als sie bei der Umsetzung der Geldpolitik ab 1998 von den Devisenswaps auf Repogeschäfte umstellte (siehe 4.6.6), sank der Devisenbestand spürbar. Die zuvor durch die Swaptransaktionen verursachten Zu- und Abflüsse fielen weg, was die Bewirtschaftung der Devisenanlagen erleichterte.

71 SNB, Protokoll des Direktoriums (1997), 25. Juni, Nr. 300.

Im Rahmen der Strategie für 1999 erweiterte die SNB den Kreis der zulässigen europäischen Staatsobligationen auf alle elf Mitgliedsländer der neuen Währungsunion. Insbesondere der Einbezug der französischen und italienischen Staatsanleihen mit ihren grossen Märkten verbesserte die Liquidität der Devisenanlagen. Ab 2000 übertraf der Euro- erstmals den Dollaranteil. Das Direktorium erhöhte die Duration der Anlagen schrittweise auf fünf Jahre, wodurch sich das Verhältnis des Ertrags zum eingegangenen Risiko weiter verbesserte. Gleichzeitig entschied es, die externe Vermögensverwaltung auszubauen, um die gesetzlich verfügbaren Anlagemöglichkeiten auszuschoöpfen und die Sachkompetenz zu verbreitern: Einerseits erschloss es damit das Segment der amerikanischen Mortgage Backed Securities (MBS), der hypothekarisch gesicherten Wertschriften. Andererseits vergab es Mandate zur Bewirtschaftung von Obligationenportfolios in verschiedenen Währungen. Die SNB wollte damit Erfahrungen mit der aktiven Bewirtschaftung von Währungen sammeln, ohne selbst am Devisenmarkt aufzutreten. Rund 8% der Devisenanlagen wurden in der Folge durch externe Vermögensverwalter bewirtschaftet.

Bereits ab Anfang der 1980er Jahre hatte die Nationalbank ein Portfolio inländischer Obligationen aufgebaut und jährlich um rund 100 Mio. Franken aufgestockt (siehe 8.1.3). Sie liess es von Anfang an regelgebunden verwalten, da sie bei aktiver Bewirtschaftung der Frankenanlagen Zielkonflikte zwischen Geld- und Anlagepolitik riskiert hätte. 1999 liess das Direktorium auch dieses Portfolio verstärkt diversifizieren: Zu den inländischen Schuldnern sollten neu auch Frankenobligationen ausländischer Staaten, internationaler Organisationen und Banken kommen. Im Gegenzug baute die SNB die Obligationen schweizerischer Banken mit Blick auf die Totalrevision des Nationalbankgesetzes sukzessive ab, um mögliche Interessenkonflikte zu vermeiden, die sich aus der neuen Rolle der SNB als Verantwortungsträgerin für die Stabilität des Finanzsystems ergeben konnten.

Mit der Erweiterung der Anlagemöglichkeiten wuchsen die Ansprüche an das Risikomanagement. Das Spektrum der Markt- und Kreditrisiken nahm zu, und die Instrumente der Risikomessung und -analyse mussten kontinuierlich ausgebaut werden. Ab 1998 liess das Direktorium regelmässig Sensitivitätsanalysen, Value-at-Risk-Rechnungen und historische Simulationen vornehmen. Um eine kohärente Risikopolitik für alle Finanzmarktgeschäfte der SNB sicherzustellen, wurden ab 1999 alle Aktiven – auch die extern verwalteten Portfolios – in die interne Risikoüberwachung integriert. Die Markt- und Kreditrisiken wurden aggregiert ausgewiesen und überwacht. Das Direktorium schaltete auch den Bankrat in die Risikoüberwachung ein. Dieser

vertraute die Risikoaufsicht einer aus zwei seiner Mitglieder bestehenden Delegation an. Auf der operativen Ebene schuf das Direktorium ein Risikokomitee aus Vertretern aller drei Departemente. Es unterstrich die Unabhängigkeit der Risikoüberwachung dadurch, dass es die dafür zuständige Abteilung direkt dem Direktorium und der Risikodelegation des Bankrats Rechenschaft ablegen liess.

8.3.6 *Optimierung der Anlagepolitik ab 2004*

1999 kam das Direktorium – angesichts der positiven Erfahrungen mit dem teilrevidierten Nationalbankgesetz und mit Blick auf die Reform der Geld- und Währungsordnung sowie die Totalrevision des Nationalbankgesetzes – zum Schluss, dass die Rolle der SNB als Vermögensverwalterin und die künftige Struktur der Aktiven grundsätzlich überprüft werden sollten.⁷² Es beauftragte eine interne Arbeitsgruppe, Vorschläge für eine langfristig optimale Anlagestruktur der Nationalbankaktiven auszuarbeiten und dabei auch die Bewirtschaftungsmöglichkeiten für die verschiedenen Portfolios abzuklären. Das Mandat der Arbeitsgruppe ging über eine rein anlagepolitische Standortbestimmung hinaus.⁷³ Insbesondere war darzustellen, welche Markt- und Kreditrisiken die SNB als Notenbank übernehmen sollte und welche Anlageklassen und -instrumente dazu geeignet waren. Dabei musste sie dem Nationalbankauftrag und damit dem Primat der Geldpolitik umfassend Rechnung tragen. Daraus ergaben sich eine Reihe geldpolitischer Restriktionen, welche die Anlagepolitik zu beachten hatte. Der Repobestand musste so bemessen sein, dass er zur reibungslosen Durchführung der Geldpolitik ausreichte. Die Währungsreserven waren so anzulegen, dass sie speziell in Krisensituationen ihre Kaufkraft behielten und sich überdies gut verkaufen liessen. Weitere Restriktionen sollten sicherstellen, dass Interessenkonflikte mit der Geldpolitik vermieden wurden und die Anlagetätigkeit das Ansehen der SNB nicht beeinträchtigte. Unter Beachtung der Bedingungen führte die Arbeitsgruppe umfangreiche Optimierungsrechnungen durch. Die Resultate zeigten, dass die SNB auf dem Weg der Diversifikation noch weitergehen konnte. Das Verhältnis von Ertrag zu Risiko liess sich insbesondere dadurch nochmals verbessern, dass die Nationalbank den Dollaranteil weiter abbaute und zusätzliche Anlagekategorien wie Aktien und Unternehmensanleihen erschloss.⁷⁴ Das Direktorium unterstützte diese Vorschläge. Für ihre

72 SNB, Protokoll des Direktoriums (1999), 10. Juni, Nr. 251.

73 SNB, Protokoll des Direktoriums (1999), 8. Juli, Nr. 299.

74 SNB, Arbeitsgruppe Aktivenbewirtschaftung (2002).

Umsetzung musste jedoch die Totalrevision des Nationalbankgesetzes abgewartet werden.

Neben der Aktivenstruktur prüfte die Arbeitsgruppe auch die Art der Bewirtschaftung. Im Vordergrund stand die Frage, welches Vermögensverwaltungskonzept mehr Erfolg versprach: das aktive gegenüber dem passiven bzw. das externe gegenüber dem internen. Für die externen Mandate führte die SNB im Jahre 2003 eine Standortbestimmung durch. Diese zeigte, dass die aktive externe Verwaltung bei standardisierten Obligationenportfolios auf Dauer keine Zusatzrendite erzielte. Darum kündigte sie die entsprechenden Mandate.

Mit Inkrafttreten des NBG im Jahr 2004 fielen sämtliche Anlagebeschränkungen auf Gesetzesstufe weg.⁷⁵ Der Gesetzgeber hatte damit die Lehren aus den Erfahrungen mit dem zu engen Korsett unter dem alten Gesetz gezogen. Gleichzeitig erklärte er die Vermögensverwaltung zu einer eigenständigen Aufgabe der Nationalbank und unterstrich damit den Bedeutungsgewinn dieser Aufgabe während des vorangegangenen Vierteljahrhunderts. Die Botschaft zum Gesetz konkretisierte die Ziele in Anlehnung an die Moderne Portfoliotheorie. Das Gesetz selbst regelt die Zuständigkeiten neu wie folgt: Das Direktorium entscheidet über die Anlage der Aktiven, d. h. es bestimmt die Zusammensetzung der Währungsreserven und der übrigen Aktiven. Dem Bankrat obliegt die integrale Aufsicht über den Anlage- und Risikokontrollprozess (siehe 10.2.3). Er beurteilt die Grundsätze des Prozesses und überwacht deren Einhaltung. Ein aus drei seiner Mitglieder bestehender Risikoausschuss unterstützt ihn bei dieser Aufgabe. Dieser überwacht insbesondere das Risikomanagement der Bank. Die Risikoberichterstattung durch die dafür zuständige Organisationseinheit der SNB erfolgt direkt an das Direktorium und an den Risikoausschuss des Bankrats.

Die SNB nahm das neue Gesetz zum Anlass, den Anlage- und Risikokontrollprozess in formeller und materieller Hinsicht anzupassen. Das Direktorium trug seinem erweiterten Anlagespielraum und den dadurch erhöhten Anforderungen an die Rechenschaftsablage gegen aussen Rechnung, indem es im Mai 2004 allgemeine Richtlinien für die Anlagepolitik erliess und diese im Internet publizierte.⁷⁶ Diese definieren die Grundsätze der Anlagepolitik, die Anlageinstrumente und die Grundzüge des Anlage- und Risikokontrollprozesses. Zudem begann die SNB, vierteljährlich Informationen über die Zusammensetzung und die Rendite der Anlagen zu publizieren. Auch im Re-

⁷⁵ Botschaft (2002), S. 6133 ff., 6186.

⁷⁶ SNB, Richtlinien (2004).

chenschaftsbericht an das Parlament und im Jahresbericht stellte das Direktorium die Anlagetätigkeit ausführlich dar. Im Rahmen seiner Mediengespräche informierte es jeweils über laufende Entwicklungen im Anlagebereich.

Materiell verändert wurden der Prozess der Strategiefindung und der Kreis der Anlageinstrumente. Bis dahin waren die Anforderungen an Sicherheit, Liquidität und Ertrag nur qualitativ umschrieben gewesen. Um die Anlagepolitik strikter überprüfen zu können, wollte die SNB diese Anforderungen nun so gut wie möglich quantifizieren. Anfang März 2004 legte das Direktorium konkrete Mindestanforderungen an die Liquidität der Devisenreserven und an die Sicherheit der gesamten Aktiven fest. Es quantifizierte seine Risikotoleranz in Form einer Bandbreite für den Value at Risk, ein Mass für das Verlustrisiko auf den Anlagen.⁷⁷ Kurz darauf erweiterte es das Anlageuniversum um Unternehmensanleihen und Aktien, wovon es eine Verbesserung des Verhältnisses von Ertrag zu Risiko erwartete.⁷⁸ Um sich die geldpolitische Handlungsfähigkeit zu wahren und das Ansehen der SNB nicht durch allfällige Interessenkonflikte zu gefährden, liess es jedoch nur Aktien und Anleihen ausländischer Unternehmen zu. Ausserdem entschied es sich dafür, die Aktienanlagen indexiert zu verwalten und auf Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung zu beschränken. Damit wollte das Direktorium verhindern, dass die SNB zu einer massgeblichen Aktionärin einzelner Unternehmen würde. Bei den Obligationen senkte es die Anforderungen an das Rating und liess das ganze Segment der Obligationen mit Anlagequalität (Investment Grade) zu. Die Vorschläge der Arbeitsgruppe Aktivenstruktur aus dem Jahr 2002 wurden damit im Wesentlichen gebilligt.

Ab Juli 2004 begann die SNB, die Strategieänderungen umzusetzen. Sie bewirtschaftete nach wie vor den überwiegenden Teil der Anlagen intern. Externe Verwalter setzte sie nur ein, um aufwendige Anlageklassen wie die amerikanischen MBS zu verwalten oder um Leistungsvergleiche mit den internen Portfoliomanagern zu ermöglichen. Zur Risikosteuerung und -begrenzung baute sie das System der Referenzportfolios sowie der Anlagerichtlinien und -limiten aus. Das Risikomanagement überwacht die Richtlinien und Limiten in den wesentlichen Teilen täglich, und führt neben den Berechnungen des Value at Risk auch Sensitivitäts- und Stressanalysen durch. Die Kreditrisiken beurteilt es weiterhin vor allem aufgrund der Informationen von Ratingagenturen. Auf operativer Ebene verstärkte die Bank die Erfolgsverantwortung der zuständigen Stellen.

77 SNB, Protokoll des Direktoriums (2004), 4. März, Nr. 71.

78 SNB, Protokoll des Direktoriums (2004), 18. März, Nr. 91.

8.3.7 Die Bewirtschaftung der Freien Aktiven 2000 bis 2005

Anfang Mai 2000 begann die Nationalbank mit dem Verkauf der 1300 Tonnen überschüssiger Goldreserven (siehe 8.2.4). Aus den Verkaufserlösen und dem noch zu verkaufenden Gold bildete sie ein separates Portfolio, die so genannten Freien Aktiven. Diese bewirtschaftete sie gemäss einer eigenständigen Anlagestrategie. Dabei hatte sie bis 2004 die gleichen gesetzlichen Vorschriften zu beachten wie bei den übrigen Anlagen. Das Direktorium versuchte, die Anlagestrategie auf den mutmasslichen Zweck und Anlagehorizont dieser Aktiven auszurichten. Anders als bei den monetären Aktiven war es dabei jedoch an keine geldpolitischen Restriktionen gebunden.

Die SNB ging davon aus, dass bei der Abtretung der Aktiven deren Wert in Schweizer Franken relevant sein und die Abtretung frühestens nach drei Jahren erfolgen werde. Daraus schloss sie, dass ein möglichst geringes Währungsrisiko eingegangen werden sollte. Zusätzlich nahm sie an, dass die Mittel nach dem Entscheid über die Verwendung rasch zu überweisen sein würden, so dass die Anlagen überwiegend in liquide Märkte zu investieren waren. Das Direktorium beschränkte daher den Anteil an Obligationen in Franken. Es wollte aber die vorhandenen Diversifikationsmöglichkeiten nutzen und bei einem geringen Risiko des Substanzverlustes eine ansprechende Rendite über dem Geldmarktsatz für Frankenanlagen erzielen.⁷⁹ Die SNB investierte die Erlöse aus den Goldverkäufen zu 90% in ausländische Obligationen und sicherte das Währungsrisiko weit gehend ab. Damit profitierte sie von der Liquidität der ausländischen Märkte, ohne ein grösseres Währungsrisiko in Kauf nehmen zu müssen. Die restlichen 10% des Portfolios legte sie in Frankenobligationen an. Die Duration des Portfolios betrug drei Jahre, das heisst etwas weniger als bei den Devisenreserven.

Zu Beginn, als die Freien Aktiven vor allem aus dem noch nicht verkauften Gold bestanden, unterlag deren Wert vor allem zwei Risiken: dem Goldpreis in Dollar und dem Wechselkurs des Dollar gegenüber dem Franken. Das Goldabkommen zwischen den Zentralbanken vom September 1999 schränkte die Möglichkeiten zur Absicherung des Goldpreisrisikos stark ein (siehe 8.2.4). Derivate auf dem Gold waren ausserhalb der zugeteilten Kontingente nicht zugelassen. Hingegen durfte die SNB das Währungsrisiko auf den in Dollar anfallenden Golderlösen bewirtschaften. Sie tat dies, indem sie rund ein Drittel der erwarteten Dollarerlöse auf Termin gegen Franken und Euro verkaufte. Eine vollständige Absicherung des Währungsrisikos erachtete sie nicht als zweckmässig, da eine Abschwächung des Dollar gegenüber

79 SNB, Protokoll des Direktoriums (2000), 22. Juni, Nr. 283.

dem Franken in der Vergangenheit meist mit einem Anstieg des Goldpreises verbunden gewesen war. Da sich der Dollar während der Goldverkäufe um knapp 30% auf 1.20 Franken abschwächte, zahlte sich die Absicherung des Dollarrisikos aus.

Im Zuge der Goldverkäufe wuchsen die investierten Mittel schliesslich auf etwas mehr als 20 Mrd. Franken. Die SNB erhöhte die Zins- und Kreditrisiken im Lauf der Zeit leicht, sicherte die Währungsrisiken jedoch weit gehend ab. Damit erzielte sie eine höhere Rendite, ohne die Substanz des Vermögens zu gefährden. Die Anlage-Erträge aus dem Portfolio flossen in die Ertragsrechnung der SNB und wurden ab dem Geschäftsjahr 2003 zusätzlich zu den ordentlichen Gewinnausschüttungen an Bund und Kantone ausbezahlt.⁸⁰

Nachdem Anfang 2005 die rasche Ausschüttung der Mittel an Bund und Kantone absehbar geworden war, reduzierte die SNB die Marktrisiken deutlich,⁸¹ indem sie das noch verbleibende Währungsrisiko auf den Fremdwährungsbeständen durch zusätzliche Terminverkäufe absicherte. Zwischen Anfang Mai und Mitte Juli 2005 schüttete sie in zehn wöchentlichen Tranchen insgesamt 21,1 Mrd. Franken an Bund und Kantone aus. Die entsprechenden Anlagen hatte sie problemlos und ohne Auswirkungen auf die Märkte liquidiert.

8.4 Gewinnausschüttung

PETER KLAUSER

8.4.1 Einleitung

Unter dem System fester Wechselkurse waren die Möglichkeiten der Nationalbank, Gewinne zu erzielen, beschränkt. In den Aktiven dominierte der Goldbestand. Während der ersten Jahrzehnte ihrer Existenz bekundete die Nationalbank sogar Mühe, neben der Dividendenzahlung an die Aktionäre den Kantonen die gesetzlich vorgesehene feste Entschädigung von 80 Rappen pro Kopf der Bevölkerung auszurichten. Einen zusätzlichen Gewinn an Bund und Kantone hatte die SNB letztmals 1932 ausgeschüttet.⁸² Danach verzichtete sie darauf, um in bescheidenem Umfang stille Reserven bilden zu können.

⁸⁰ Zusatzvereinbarung (2003).

⁸¹ SNB, Protokoll des Direktoriums 2005, 20. Januar, Nr. 20.

⁸² SNB (1957), S. 349 f.

Mit der Aufhebung der Goldkonvertibilität des US-Dollar bahnte sich im Jahre 1971 eine wesentliche Änderung der Ertragslage der SNB an. Die unverzinslichen Goldreserven blieben von diesem Zeitpunkt an praktisch stabil, während die verzinslichen Devisenreserven weiter wuchsen. Das Verhältnis der Devisen- zu den Goldreserven – diese zur Parität bewertet – stieg von rund 1 zu 7 im Jahre 1966 auf rund 4,6 zu 1 Ende 1999 (inkl. Devisenswaps). Anfang der 1980er Jahre begann die SNB zudem mit dem Aufbau eines Portefeuilles inländischer Wertschriften für Offenmarktoperationen. Aus diesen Gründen nahm der Zinsertrag in der Gewinn- und Verlustrechnung der Nationalbank stark zu (siehe 8.1.4). Einen weiteren Einschnitt brachte der Übergang zu flexiblen Wechselkursen im Januar 1973; er setzte die Devisenreserven der SNB einem erhöhten Risiko von Wechselkursverlusten aus.⁸³

8.4.2 Erhöhte Ertragsvolatilität und zunehmende Gewinnerwartungen

In den 1970er und 1980er Jahren schwankten die Erträge der Nationalbank wegen wechselkursbedingten Wertänderungen der Aktiven stark. Im Geschäftsjahr 1978 überstieg der Verlust auf den Devisenbeständen nicht nur den Zinsertrag, sondern auch die kumulierten Rückstellungen für Währungs- und andere Risiken. Der resultierende Fehlbetrag wurde unter Heranziehung der stillen Reserven auf dem Gold aktiviert. Damit konnte die Nationalbank einen Reingewinn ausweisen, der zur Ausrichtung einer Dividende von 6% an die Aktionäre und der Pro-Kopf-Entschädigung von 80 Rappen an die Kantone ausreichte. In den Jahren 1977, 1979, 1985, 1986 und 1987 überstiegen die Verluste auf Devisenanlagen den Zinsertrag ebenfalls, die Differenz konnte jedoch durch Entnahme aus den Rückstellungen gedeckt werden. Die erhöhte Volatilität der Erträge war für die SNB ein Grund zu vorsichtiger Rechnungslegung. Sie wollte in den 1980er Jahren aus ihren Erträgen Rückstellungen bilden, um Wechselkursrisiken abzufedern. Dafür verwendete sie zunächst sämtliche über den herkömmlichen Gewinnausweis hinausreichenden Erträge.⁸⁴

Das Eidgenössische Finanzdepartement (EFD) und das Bundesamt für Aussenwirtschaft hatten zwar zu Beginn der 1980er Jahre Vorstellungen geäußert, die SNB möge einen einmaligen Beitrag zur Finanzierung des angespannten Bundeshaushalts leisten bzw. einen Teil der Defizite der Exportrisikogarantie übernehmen. Das Direktorium lehnte jedoch diese Ansinnen, welche nicht mit den gesetzlichen Regeln der Gewinnverteilung an Bund (ein

⁸³ SNB (1982), S. 325.

⁸⁴ Botschaft (2002), S. 6121.

Drittel) und Kantone (zwei Drittel) in Einklang standen, ab. Prinzipiell begneten Direktorium und Bankrat zusätzlichen Gewinnausschüttungen mit Ablehnung, da sie darin eine Gefahr für die geld- und währungspolitische Handlungsfreiheit und damit für die Unabhängigkeit der Notenbank erblickten.

Mit zunehmendem Bestand der Rückstellungen stellte sich dann jedoch die Frage einer zusätzlichen Gewinnausschüttung eindringlicher. So äusserte sich etwa der Finanzvorstand des Kantons Genf 1982 erstaunt darüber, dass trotz hoher Gewinne die Ausschüttungen nicht angepasst wurden. In der Folge unternahmen die kantonalen Finanzdirektoren mehrere Vorstösse in diese Richtung; der Vertreter des Kantons Genf etwa lehnte 1987 an der Generalversammlung der SNB die Abnahme der Jahresrechnung zum Zeichen des Protestes ab.⁸⁵ Die Nationalbank befürchtete indessen bis weit in die 1980er Jahre hinein, eine zusätzliche Gewinnausschüttung könnte ein Präjudiz schaffen und die Führung der Geldpolitik vor Probleme stellen. In einem Vortrag im März 1984 hatte der Präsident des Direktoriums, Fritz Leutwiler, explizit vor unerwünschten Verteilungseffekten einer Gewinnausschüttung und vor einer «Verpolitisierung» der Nationalbank gewarnt. Der Vorsteher des EFD, Otto Stich, wiederum neigte der Auffassung zu, eine zusätzliche Gewinnausschüttung der SNB sollte nur in Aussicht genommen werden, wenn die Bundesfinanzen gesund seien.

Nachdem der Druck auf die SNB – infolge hoher Wechselkursverluste – vorübergehend etwas nachgelassen hatte, befasste sich das Direktorium 1989 erneut mit der Frage, ob die SNB zusätzliche Gewinne an Bund und Kantone ausschütten solle und in welchem Umfang. Es stand einer Ausschüttung zwar nach wie vor mit Skepsis gegenüber, befand jedoch, dass sich eine grundsätzliche Ablehnung ökonomisch nicht plausibel begründen lasse. Auch hielt es dafür, dass sich die SNB wirksamer gegen den Druck auf verdeckte Gewinnausschüttungen in Form der Übernahme gewisser Finanzierungen würde zur Wehr setzen können, wenn sie Hand zu einer Zusatzausschüttung böte.⁸⁶ Im Herbst 1990 erachtete auch der Bundesrat bei der Beantwortung einer im Nationalrat eingereichten Motion die Zeit für gekommen, die Frage einer zusätzlichen Gewinnausschüttung der SNB konkret zu prüfen. Die Bundespolitik erhoffte sich davon einen Beitrag zum damaligen Programm von Massnahmen zur Sanierung des Bundeshaushalts.

85 SNB, Protokoll der Generalversammlung (1987), S. 7 f., 12.

86 SNB, Protokoll des Direktoriums (1989), 26. Januar, Nr. 54/1.

8.4.3 Paradigmenwechsel zu Beginn der 1990er Jahre

In der Tat wies die Nationalbank in der Jahresschlussbilanz 1990 Rückstellungen für Währungsrisiken von 17,1 Mrd. Franken aus, was knapp drei Vierteln der nicht kursgesicherten Devisen von rund 22,5 Mrd. Franken entsprach.⁸⁷ Das Direktorium kam zum Schluss, dass die Rückstellungen Ende 1990 einen ausreichenden Stand erreicht hätten, um die hohen Wechselkurs- und Zinsrisiken auf den Währungsreserven abzudecken. Unbestritten war, dass die Rente, die der SNB aus dem Notenmonopol zufließt, nach dem verfassungs- und gesetzmässigen Verteilschlüssel zu einem Drittel dem Bund als aktuellem Monopolträger und zu zwei Dritteln den Kantonen als früheren Monopolträgern zustand. Das Direktorium vertrat indessen die Meinung, die Notenbank müsse auch unter einem Regime zusätzlicher Gewinnausschüttungen in der Lage sein, ihren geld- und währungspolitischen Auftrag ohne Ertragszwang zu erfüllen und jene Rückstellungen zu bilden, die betriebs- und volkswirtschaftlich erforderlich sind.

Die Suche nach einer überzeugenden Ausschüttungsformel gestaltete sich nicht ganz einfach. Das Nationalbankgesetz von 1953 (aNBG) enthielt keine Bestimmung darüber, wie der Nationalbankgewinn ermittelt werden sollte (Art. 25–27 aNBG). Die subsidiär anwendbaren Rechnungslegungsvorschriften des Obligationenrechts wiederum liessen einen zu hohen Spielraum zur Bildung von Rückstellungen offen. Eine Gewinnermittlungsregel sollte daher Antwort geben auf die Frage, welcher Anteil der Notenbankerträge zur Bildung von Rückstellungen heranzuziehen und welcher Anteil als Gewinn auszuschütten ist. Eine solche Norm war zu der Zeit, als die Aktiven der SNB keinen hohen Risiken ausgesetzt waren, entbehrlich gewesen. Unbestritten war, dass die Gewinnausschüttung zu keiner zusätzlichen Geldschöpfung durch die SNB führen durfte.

Anfang 1992 vereinbarten das EFD und die Nationalbank ein Gewinnausschüttungskonzept, das die nachfolgenden Geschäftsabschlüsse prägte.⁸⁸ Wegleitend war die Überlegung, dass die ungesicherten Devisenreserven (Devisenanlagen ohne Swaps) der SNB kontinuierlich anwachsen sollten, weil sie wichtige Funktionen im Bereich der Krisenprävention und -vorsorge erfüllen (siehe 8.1.5). Dazu kam das Faktum, dass die Geldschöpfung der SNB seit den 1980er Jahren nicht mehr mit einer Erhöhung der ungesicherten Devisenreserven verbunden war. Diese nahmen vielmehr – weil die Geldmengensteuerung damals über Devisenswaps erfolgte – nur noch zu, wenn

⁸⁷ SNB, 83. Geschäftsbericht 1990, S. 53, 63, 67.

⁸⁸ Botschaft (2002), S. 6122.

die SNB Ertragsüberschüsse erzielte und ihre Rückstellungen entsprechend aufstockte. Daraus leitete die SNB die Forderung ab, dass ihre Rückstellungen im Gleichschritt mit dem nominellen Bruttonettoprodukt (BSP) erhöht werden sollten. Mit dem kontinuierlichen Rückstellungsaufbau wollte die SNB vertrauensbildend wirken, indem sie der Öffentlichkeit signalisierte, dass die Gewinnausschüttung die Wertstabilität des Frankens nicht beeinträchtigen werde. EFD und SNB liessen die Goldreserven der SNB ausser Betracht, weil sie aufgrund der damals noch geltenden Goldparität des Frankens immobilisiert waren (siehe 8.2.1). Was über die angestrebte Aufstockung der Rückstellungen hinaus an Erträgen verblieb, sollte die Nationalbank als zusätzlichen Gewinn an Bund und Kantone ausschütten. Die angestrebte prozentuale Zunahme der Rückstellungen wurde aufgrund des gleitenden Durchschnitts des jährlichen Zuwachses des nominellen inländischen BSP der vorangegangenen fünf Jahre bestimmt. Damit war die erste Regel des Ausschüttungskonzepts geschaffen.

Weil die Erträge der Nationalbank als Folge der massiven Wechselkurs- und Zinsbewegungen von Jahr zu Jahr stark schwankten, gelangten EFD und SNB zum Schluss, dass eine Glättung notwendig war, um Bund und Kantone die Finanzplanung zu erleichtern. Für das Glättungsverfahren zogen die Vertragspartner verschiedene Methoden in Erwägung. Eine Methode hätte darin bestanden, die Ausschüttung aufgrund von Prognosen der künftigen durchschnittlichen Ertragsüberschüsse festzulegen. Damit wäre die ausgeschüttete Summe dem Bund und den Kantonen zum Voraus bekannt gewesen und innerhalb eines vereinbarten Zeitraums konstant geblieben. Als Nachteil dieser Methode erschien, dass die Nationalbank bei Prognosefehlern – die sie keineswegs ausschloss – den Ausschüttungsmodus immer wieder anpassen müsste. Deshalb entschied man sich für den Ansatz, dass die SNB nur Ertragsüberschüsse ausschütten sollte, die sie in der Vergangenheit effektiv erzielt hatte. Die angestrebte Glättung wurde so erreicht, dass für die jährliche Ausschüttung eine Obergrenze von 600 Mio. Franken festgelegt wurde. Überstieg der ausschüttbare Überschuss diese Obergrenze, wurde die Differenz zu den Rückstellungen hinzugeschlagen. Verluste, welche die effektiven Rückstellungen unter den angestrebten Bestand fallen liessen, führten zu einer Kürzung der Ausschüttung. Damit war die zweite Regel des Gewinnausschüttungskonzepts definiert.

EFD und SNB setzten die Obergrenze aus Vorsichtsgründen eher tief an, weil weder der Bund noch die Kantone an einer Ballung der Ausschüttung in einzelnen Jahren interessiert waren. Zudem erschien der Nationalbank die künftige Ertragsentwicklung unsicher, und sie wollte zunächst Erfahrungen

mit der zusätzlichen Gewinnausschüttung sammeln. Um die Budgetierung weiter zu erleichtern, vereinbarten SNB und EFD, dass die Nationalbank die Ausschüttungssumme jeweils nach der Genehmigung der Jahresrechnung durch die Generalversammlung zu Beginn des Folgejahres an das EFD zur Verteilung überweisen würde. Bund und Kantone konnten so um die Jahresmitte herum den definitiven Anteil an der Ausschüttung in ihren Budgets für das Folgejahr einsetzen. Die SNB schüttete erstmals Anfang 1993 aus dem Ergebnis von 1991 einen zusätzlichen Gewinn von 600 Mio. Franken an Bund und Kantone aus.

8.4.4 Steigende Ausschüttungen

Im Geschäftsjahr 1991 hatte die SNB einen hohen Gewinn erzielt, so dass auch nach der Zusatzausschüttung von 600 Mio. Franken immer noch ein beträchtlicher ausschüttbarer Überschuss (von rund 3 Mrd. Franken) verblieb.⁸⁹ Dieser Puffer ermöglichte es der SNB, auch in den Geschäftsjahren 1992 bis 1994 jeweils einen der Obergrenze von 600 Mio. Franken entsprechenden Betrag an Bund und Kantone auszusahlen. Dass die Erträge auf den ungesicherten Devisenreserven – und somit der ausschüttbare Überschuss – starken Schwankungen unterlagen, zeigte sich Mitte der 1990er Jahre: Wegen hoher Abschreibungen auf den Devisenbeständen in den Jahren 1994 und 1995 konnte die SNB für das Geschäftsjahr 1995 nur einen Gewinn von 142 Mio. Franken an Bund und Kantone abliefern; der ausschüttbare Überschuss war Ende 1995 aufgezehrt.⁹⁰ Indem die SNB die handelbaren Finanzanlagen per Ende 1996 neu zu Marktpreisen bilanzierte, löste sie stille Reserven auf, und der ausschüttbare Überschuss stieg wieder markant an. Das Jahresergebnis 1996 erlaubte dann, die Vorjahresdifferenz zur Ausschüttung von 600 Mio. Franken – in Abweichung vom vereinbarten Konzept – nachzusahlen. Die Ausschüttung für das Geschäftsjahr 1996 belief sich daher auf insgesamt 1058 Mio. Franken.⁹¹ Die SNB kam damit den Erwartungen von Bund und Kantonen entgegen. Die nachträgliche «Differenzzahlung» illustriert, wie sehr die öffentliche Hand sich bereits an die jährliche Maximalausschüttung der SNB gewöhnt und diese in ihre Finanzplanung einkalkuliert hatte. Die letzte Ausschüttung von 600 Mio. Franken, die sich auf das Konzept von 1991 stützte, erfolgte für das Geschäftsjahr 1997.

Das Gewinnausschüttungskonzept des Jahres 1991 war nicht auf eine bestimmte Dauer angelegt worden. Mit der Teilrevision des Nationalbankge-

⁸⁹ SNB, 84. Geschäftsbericht 1991, S. 66.

⁹⁰ SNB, 88. Geschäftsbericht 1995, S. 69 f.

⁹¹ SNB, 89. Geschäftsbericht 1996, S. 61, 70, 80.

setzes vom 20. Juni 1997 änderten sich indessen die Grundlagen, auf welchen EFD und SNB seinerzeit das Konzept aufgebaut hatten. Die Teilrevision erweiterte den Anlagespielraum der Nationalbank. Sie schuf die Voraussetzung, dass die SNB ihre Währungsreserven effizienter bewirtschaften und höhere Erträge erzielen konnte. In der Botschaft des Bundesrates waren die zu erwartenden Mehrerträge auf rund 400 Mio. Franken pro Jahr geschätzt worden.⁹² Zudem war der ausschüttbare Überschuss, welcher der Differenz zwischen dem tatsächlichen und dem angestrebten Bestand der Rückstellungen entsprach, in der Jahresendbilanz 1997 auf 9,7 Mrd. Franken angestiegen.⁹³ Schliesslich äusserten Bund und Kantone den Wunsch nach einer noch stärkeren Glättung der Gewinnausschüttung, um die Planungssicherheit zu erhöhen. Es drängte sich daher auf, das Gewinnausschüttungskonzept von 1991 durch eine Neuregelung zu ersetzen.

Nach zügig verlaufenen Verhandlungen kam es am 24. April 1998 zum Abschluss einer neuen Vereinbarung. Darin hielten EFD und SNB an der Grundregel fest, wonach die Rückstellungen der SNB im Gleichschritt mit dem Wachstum des nominellen BSP ansteigen sollten. Dagegen änderten die Parteien den Glättungsmodus und die Ausschüttungshöhe. Sie legten nun aufgrund einer Ertragsprognose der SNB eine konstante jährliche Ausschüttung an Bund und Kantone für eine Periode von fünf Jahren fest. Die Vorschrift, nur tatsächlich erzielte effektive Überschüsse an Bund und Kantone zu überweisen, hatte sich überlebt angesichts der Erwartungen von Bund und Kantonen, dass ihnen ein stetiger Mittelzufluss aus dem Nationalbankgewinn sicher sei. Die Verpflichtung der SNB, den Gewinnausweis während fünf Jahren konstant zu halten, wurde jedoch mit einem Sicherheitsnetz unterlegt, damit die Gewinnermittlungsregel ihre vertrauensbildende Wirkung nicht verlieren würde. Für den Fall, dass die Rückstellungen der SNB 60% des angestrebten Bestandes unterschritten, vereinbarten die Parteien, dass die Gewinnausschüttung an Bund und Kantone auch während der Fünfjahresperiode gekürzt oder vollständig ausgesetzt würde. Die Höhe der Ausschüttung für die Periode 1998 bis 2002 legten sie auf 1,5 Mrd. Franken pro Jahr fest.⁹⁴ Dieser Betrag ergab sich aus zwei Komponenten: Einerseits aus dem gezielten Abbau des aufgelaufenen ausschüttbaren Überschusses, andererseits aus den geschätzten künftigen Erträgen auf den Aktiven, wobei die Parteien eine durchschnittliche Rendite von jährlich 3% unterstellten.

⁹² Botschaft (1997), S. 978, 1003.

⁹³ SNB, 90. Geschäftsbericht 1997, S. 86.

⁹⁴ Botschaft (2002), S. 6123.

Die über längere Zeit gleich bleibende Höhe der Ausschüttungen erlaubte der SNB, die Gewinne jeweils unmittelbar nach der Generalversammlung an das EFD zu überweisen. Um die Ausschüttungen in der Übergangsphase zwischen alter und neuer Vereinbarung besser zu verteilen, überwies sie den Gewinn von 600 Mio. Franken aus dem Geschäftsjahr 1997 indessen nicht erst im Januar 1999, sondern bereits Ende April 1998. Faktisch gelangten im Frühjahr 1998 somit die Gewinne aus den Geschäftsjahren 1996 und 1997, gesamt haft 1200 Mio. Franken, zur Auszahlung an Bund und Kantone.

In den Geschäftsjahren 1998 bis 2001 erzielte die SNB sehr hohe Erträge. Sie konnte die vereinbarten Jahresgewinne von 1,5 Mrd. Franken problemlos überweisen, und der ausschüttbare Überschuss wuchs bis Ende 2001 auf 13,4 Mrd. Franken an.⁹⁵ Es zeigte sich, dass die Ertragsprognosen der SNB für die Ausschüttungsvereinbarung 1998 zu vorsichtig ausgefallen waren.

8.4.5 Die Ausschüttungsvereinbarungen von 2002 und 2003

Für EFD und SNB stand ausser Frage, dass die erhebliche Abweichung der tatsächlichen Rückstellungen vom angestrebten Betrag nach Ablauf der Fünfjahresperiode zu korrigieren war. Auch in parlamentarischen Vorstössen war die Frage aufgeworfen worden, ob die Nationalbank nicht zu hohe Rückstellungen halte.

EFD und SNB erörterten verschiedene Varianten, wie dieser hohe Überschuss abgebaut werden könnte. Alle Vorschläge basierten auf einer Ertragsprognose der SNB für die Zehnjahresperiode 2003 bis 2012. Eine Variante, welche die SNB durchaus in Erwägung zog, bestand im sofortigen Abbau der überschüssigen Rückstellungen mittels Einmalausschüttung. Bundesrat und Direktorium entschieden sich schliesslich für eine Variante mit starker Glättung und dem Ziel, den ausschüttbaren Überschuss bis zum Ende des Geschäftsjahres 2012 vollständig abzubauen. Am 5. April 2002 schlossen EFD und SNB eine entsprechende Gewinnausschüttungsvereinbarung für die Dauer von zehn Jahren ab. Obwohl die Parteien den Abbau des Überschusses über ein ganzes Dezennium streckten, konnten sie den jährlichen Ausschüttungsbetrag markant anheben; sie setzten ihn für die Zeit ab dem Geschäftsjahr 2003 auf 2,5 Mrd. Franken fest. Gleichzeitig vereinbarten sie, den im Frühjahr 2003 zur Auszahlung gelangenden Jahresgewinn 2002 mit einer einmaligen Sonderausschüttung von 1 Mrd. Franken auf ebenfalls 2,5 Mrd. Franken aufzustocken.⁹⁶ Dagegen klammerten EFD und SNB die Erträge auf

⁹⁵ SNB, 94. Geschäftsbericht 2001, S.104.

⁹⁶ Botschaft (2002), S.6124.

den Freien Aktiven der SNB von der Vereinbarung aus, da sie übereinstimmend davon ausgingen, dass die überschüssigen Goldreserven in der Volksabstimmung vom 22. September 2002 einer anderweitigen Verwendung zugeführt würden (siehe 9.4.4). Der Öffentlichkeit teilte die SNB klar mit, dass ihr Ertragspotenzial ab 2013 wegen des dannzumal tieferen Bestands an Aktiven bei rund 900 Mio. Franken pro Jahr liegen würde.⁹⁷ Dieser Prognose lag die Erwartung einer Durchschnittsrendite von knapp 3% p.a. auf den gesamten Aktiven, einschliesslich des bei der SNB verbleibenden monetären Goldbestands, zugrunde.

Die Vereinbarung des Jahres 2002 enthielt im Detail verschiedene Verfeinerungen. Die Faustregel, dass die Rückstellungen der SNB im Gleichschritt mit dem Wirtschaftswachstum zunehmen sollten, stellte nunmehr auf das nominelle Bruttoinlandsprodukt (BIP) – zuvor BSP – als Messgrösse ab. Die BIP-Zahlen sind leichter und rascher erhältlich als die BSP-Zahlen. Die Bemessungsgrundlage für die Höhe der angestrebten Rückstellungen umfasst seit 2002 die Risiken auf sämtlichen Währungsreserven. Dass auch die monetären Goldreserven der SNB von 1290 Tonnen in die Risikobetrachtung einbezogen wurden, war die logische Folge der Marktbewertung des Goldes seit dem 1. Mai 2000 (siehe 9.5.5). Auch unter der Vereinbarung 2002 gilt eine Untergrenze für den Bestand an Rückstellungen. Unterschreitet der effektive den angestrebten Bestand um mehr als 10 Mrd. Franken, werden die Ausschüttungen für das betreffende Jahr entsprechend gekürzt. Umgekehrt werden die Ausschüttungen für das betreffende Jahr erhöht, falls die effektiven Rückstellungen um mehr als 10 Mrd. Franken über dem vorgesehenen Abbaupfad liegen. Weil Ertragsschätzungen über ein ganzes Dezenium mit grosser Unsicherheit verbunden sind, soll die Vereinbarung fünf Jahre nach ihrem Abschluss überprüft und der Ausschüttungsbetrag allenfalls angepasst werden.

Bei einer jährlichen Ausschüttung von 2,5 Mrd. Franken sollte es freilich nicht lange bleiben, denn die Rahmenbedingungen hatten sich in der Zwischenzeit erneut verändert. Nach dem doppelten Nein in der Volksabstimmung vom 22. September 2002 über die Goldinitiative und den Gegenvorschlag der Bundesversammlung (siehe 9.4.4) rechneten Bundesrat und Nationalbank nicht mehr mit einer raschen Abtretung der geldpolitisch nicht mehr benötigten Aktiven. Die SNB ihrerseits hatte bis Ende 2002 bereits gut die Hälfte der zur Abtretung vorgesehenen 1300 Tonnen Gold verkauft und den Erlös in zinstragende Anlagen investiert. Damit erhöhte sich das Ertragspoten-

97 SNB, 95. Geschäftsbericht 2002, S. 49.

zial der SNB, und es stellte sich die Frage, wie dies in der Gewinnausschüttung zu berücksichtigen sei. Eine zusätzliche Regelung befürwortete insbesondere das EFD, weil die Erträge auf den Freien Aktiven bis zum definitiven Entscheid über die Verwendung des Goldvermögens zusammen mit den regulären Erträgen in die ordentliche Erfolgsrechnung der SNB flossen; ohne Zusatzausschüttung wäre der beabsichtigte Abbau des ausschüttbaren Überschusses verzögert worden. Das Direktorium empfand eine solche Perspektive dagegen nicht als gravierenden Nachteil, weil die Ausschüttungsvereinbarung des Jahres 2002 ja die Möglichkeit einer Anpassung nach oben für die Zeit ab 2007 vorsah. Der Bundesrat beharrte indessen auf einer möglichst baldigen Ausschüttung der auf den Freien Aktiven erzielbaren Erträge. Sie sollten gemäss geltendem Recht zu einem Drittel an den Bund und zu zwei Dritteln an die Kantone gehen.

In der Zusatzvereinbarung vom 12. Juni 2003 über die Ausschüttung von Erträgen auf nicht mehr benötigtem Nationalbankvermögen kamen EFD und SNB daher überein, dass – zusätzlich zur 2002 vereinbarten Summe von 2,5 Mrd. Franken – pro Jahr ein im Voraus geschätzter fixer Betrag auszuschütten sei. Das entsprach dem Wunsch der Kantone nach möglichst gut voraussehbaren Einnahmen. EFD und SNB vereinbarten, den jährlichen Zusatzbetrag mit fortschreitenden Goldverkäufen von 300 Mio. Franken im Frühjahr 2004 (Geschäftsjahr 2003) über 400 Mio. Franken im Frühjahr 2005 (Geschäftsjahr 2004) bis auf 500 Mio. Franken ab Frühjahr 2006 (Geschäftsjahr 2005) ansteigen zu lassen.⁹⁸

8.4.6 *Kulmination der Ausschüttungen mit Verteilung des Golderlöses*

Die Zusatzvereinbarung stellte eine Übergangslösung dar, die bis zum Inkrafttreten einer endgültigen Regelung über die Verwendung der Freien Aktiven Geltung haben sollte. Bund und Kantone zeigten sich sehr befriedigt über deren Abschluss. In einem Brief vom 12. Juni 2003 an den Vorsteher des EFD, Kaspar Villiger, brachten jedoch Bankrat und Direktorium ihre Besorgnis zum Ausdruck, dass die Gewinnablieferung der SNB an Bund und Kantone nach dieser neuerlichen Erhöhung noch deutlicher ein Niveau erreiche, das längerfristig nicht haltbar sei. Sie äusserten Bedenken, dass die spätere Rückkehr zum «Normalniveau», das nur noch rund 1 Mrd. Franken pro Jahr betragen werde, mit erheblichen politischen Schwierigkeiten verbunden sein dürfte.

⁹⁸ Botschaft (2003), S. 6140 f.

Die Zusatzvereinbarung vom 12. Juni 2003 war allerdings nur für zwei Geschäftsjahre wirksam. Rascher als erwartet kam es nach dem Scheitern der zweiten Goldvorlage im Parlament zur Ausschüttung der Substanz des Goldvermögens an Bund und Kantone (siehe 9.4.7 und 9.4.8). Im Frühsommer 2005 überwies die SNB neben dem vereinbarten Gewinn von 2,9 Mrd. Franken für das Geschäftsjahr 2004 auch den Erlös aus den Goldverkäufen von 21,1 Mrd. Franken. Mit insgesamt rund 24 Mrd. Franken erreichte die Gewinnausschüttung der SNB im Jahre 2005 rund 5% des jährlichen BIP der Schweiz und damit ein historisches Ausmass. Die SNB kompensierte die damit verbundene Geldschöpfung durch entgegengerichtete Geldmarktoperationen, so dass ihre Stabilitätspolitik zu keiner Zeit gefährdet war.⁹⁹ Nach dieser Kulmination bildeten sich die jährlichen Ausschüttungen auf 2,5 Mrd. Franken zurück, denn mit der Verteilung des Erlöses aus den Goldverkäufen fiel die Vereinbarung vom 12. Juni 2003 über die Zusatzausschüttung von Erträgen auf den Freien Aktiven ersatzlos dahin.

Zwischen 2002 und 2005 hatte die SNB ihre reguläre Gewinnablieferung an Bund und Kantone in rascher Kadenz von 1,5 Mrd. Franken auf 2,9 Mrd. Franken pro Jahr erhöht. Ein goldenes Zeitalter für die öffentlichen Haushalte schien angebrochen – erst recht, als die SNB noch die Goldverkaufserlöse an Bund und Kantone ausschüttete. Trotz alledem hatte das zu Beginn der 1990er Jahre entwickelte Gewinnausschüttungskonzept seine Bewährungsprobe aus der Sicht der SNB bestanden. Die Gewinnermittlungsregel erlaubte der SNB über einen grösseren Zeitraum hinweg die notwendige Dotation der Währungsreserven, und zwar unabhängig von der Entwicklung der Notenbankgeldmenge. Zudem fand sie Eingang in das neue Nationalbankgesetz (Art. 30 NBG), das die Nationalbank verpflichtet, sich beim Aufbau von Rückstellungen an der Entwicklung der schweizerischen Volkswirtschaft zu orientieren. Auch das Prinzip, dass die Höhe der jährlichen Gewinnausschüttungen an Bund und Kantone über die mittlere Frist zu verstetigen ist, hat der Gesetzgeber im neuen NBG (Art. 31) verankert.

⁹⁹ Hildebrand und Jordan (2005).

Quellen

- Amtl. Bull., Amtliches Bulletin der Bundesversammlung (verschiedene Jahre).
- Botschaft (1997) über die Revision des Nationalbankgesetzes vom 17. März, BBl 1997 II 977–1005.
- Botschaft (2002) über die Revision des Nationalbankgesetzes vom 26. Juni, BBl 2002 6097–6303.
- Botschaft (2003) zur Verwendung von 1300 Tonnen Nationalbankgold und zur Volksinitiative «Nationalbankgewinne für die AHV» vom 20. August, BBl 2003 6133–6174.
- Expertengruppe «Reform der Währungsordnung» (1997), Der neue Geld- und Währungsartikel in der Bundesverfassung, Bericht vom 24. Oktober, Bern, Bibliothek SNB Zürich.
- SNB, Arbeitsgruppe Aktivenbewirtschaftung (2000), Zwischenbericht, März, SNBA.
- SNB, Arbeitsgruppe Aktivenbewirtschaftung (2002), Schlussbericht, Juli, SNBA.
- SNB, Arbeitsgruppe Aktivenstruktur (1994), Zwischenbericht, August, SNBA.
- SNB, Arbeitsgruppe Aktivenstruktur (1996), Schlussbericht, September, SNBA.
- SNB, Arbeitsgruppe Anlagepolitik (1983), Bericht, September, SNBA.
- SNB, Arbeitsgruppe Anlagepolitik und Gewinnausschüttung (1996), Schlussbericht, November, SNBA.
- SNB, *Geschäftsbericht* (verschiedene Jahre), Bibliothek SNB Zürich.
- SNB, Goldmünzen (1978), Gutachten von Prof. R. Jagmetti, 21. April, SNBA.
- SNB, Interventionen am Devisenmarkt (1983), verschiedene Unterlagen zur Studientagung des Direktoriums, 13. Juli, SNBA.
- SNB, Obligationenkäufe (1991), Standortbestimmung, Vorlage des II. Departements an das Direktorium, 23. April, SNBA.
- SNB, Protokoll des Direktoriums (verschiedene Jahre), SNBA.
- SNB, Protokoll der Generalversammlung (1987), Protokoll der 79. ordentlichen Generalversammlung der Aktionäre der SNB vom 24. April, SNBA.
- SNB, Richtlinien Anlagepolitik (2004), Richtlinien der Schweizerischen Nationalbank (SNB) für die Anlagepolitik vom 27. Mai, <http://www.snb.ch>, Rubrik: Die SNB/Rechtliche Grundlagen.
- SNB, Tauschgeschäfte Goldmünzen (1979), Tauschgeschäfte Goldmünzen/Goldbarren, Aktennotiz zuhanden von Herrn Prof. Dr. Schürmann, 13. August, SNBA.
- SNB, Ziele und Restriktionen (2006), Vorlage Nr. 77 (2004–2008) des Direktoriums an den Bankrat betreffend Ziele und Restriktionen für die Anlagepolitik der SNB, 31. März, SNBA.
- Zusatzvereinbarung (2003) zwischen dem EFD und der SNB über die Gewinnausschüttung der SNB, 12. Juni, SNBA.

Literatur

- Cross, J. (2000), *Gold Derivatives: The Market View*, London: World Gold Council.
- Gold Survey* (1999), London: Gold Field Mineral Services.
- Grubel, H.G. (1971), The Demand for International Reserves: A Critical Review of the Literature, *Journal of Economic Literature*, 9 (4), S. 1148–1166.
- Hildebrand, P.M. und T.J. Jordan (2005), Eine Transaktion von historischem Ausmass, Details zur Ausschüttung der Golderlöse der Nationalbank, *Neue Zürcher Zeitung* Nr. 82 vom 9. April, S. 29.

How Countries Manage Reserve Assets (2003), London: Central Banking Publications.

Junod, C.-A. (1988), Kommentar zu Art. 38/39 BV, in: J. F. Aubert, K. Eichenberger, J. P. Müller, R. A. Rhinow und D. Schindler (Hrsg.), *Kommentar zur Bundesverfassung der Schweizerischen Eidgenossenschaft vom 29. Mai 1874*, Basel [etc.]: Helbing&Lichtenhahn [etc.], S. 1–31.

Nobel, P. (1987), Notenbank und Banknoten, in: D.-C. Dicke und T. Fleiner-Gerber (Hrsg.), *Staat und Gesellschaft*, Festschrift für Leo Schürmann, Freiburg: Universitätsverlag, S. 291–316.

O’Callaghan, G. (1993), The Structure and Operation of the World Gold Market, *IMF Occasional Papers*, 105, Washington DC: IMF.

RBS Reserve Management Trends (2005), London: Central Banking Publications.

Roger, S. (1993), The Management of Foreign Exchange Reserves, *BIS Economic Papers*, 38 (July), Basle: Bank for International Settlements.

Roth, J.-P. (1999), A view on Switzerland in the run up to the demonetisation of gold, Referat gehalten an der 22nd Annual FT World Gold Conference, 14. Juni, Bibliothek SNB Zürich.

Rudd, C. (1982), *Modern Portfolio Theory*, Homewood IL: Dow Jones Irwin.

Ruoss, E. (1992), *Die Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank 1907–1929: Grundlagen, Ziele, Instrumente*, Dissertation, Zürich [s. n.].

Schürmann, L. (1980), *Nationalbankgesetz und Ausführungserlasse: Kommentar und Textausgabe*, Bern: Stämpfli.

SNB (1957), *Schweizerische Nationalbank 1907–1957*, [Zürich: SNB].

SNB (1982), *75 Jahre Schweizerische Nationalbank: Die Zeit von 1957 bis 1982*, Zürich: Verlag Neue Zürcher Zeitung.

Ungern-Sternberg, T. von (1996), The Swiss National Bank and Seignorage, *DEEP Working Papers*, 9601, Lausanne: Université, Département d’économétrie et d’économie politique.

9 Die Reform der Geld- und Währungsordnung

9.1 Probleme der überkommenen Währungsordnung

PETER KLAUSER

9.1.1 Einleitung

In der Jubiläumsschrift «75 Jahre Schweizerische Nationalbank» war bereits davon die Rede, dass die «Lösung der Goldfrage», d. h. die Abkehr von der Goldbindung des Frankens, nicht ohne umfassende Neuordnung der schweizerischen Geldverfassung möglich sein dürfte. Die Nationalbank stellte die Bewältigung dieser Aufgabe für die 1980er Jahre in Aussicht.¹

Es sollte jedoch wesentlich länger dauern, bis die umfassende Reform der schweizerischen Geld- und Währungsordnung Realität wurde. Dies ist auf verschiedene Gründe zurückzuführen. Zum einen behinderte die ungelöste Goldfrage die Führung der Geld- und Währungspolitik nicht direkt. Zum anderen war sich die Nationalbank bewusst, dass die Neuordnung der schweizerischen Geld- und Währungsordnung auf der Verfassungsebene ansetzen musste; die damals bereits diskutierte Totalrevision der Bundesverfassung verzögerte sich dann jedoch stark. Ferner erhoffte sich die Nationalbank Reformimpulse von der in Gang gekommenen Diskussion um die Schaffung einer europäischen Einheitswährung. Deshalb ging die SNB die Reform erst zu Beginn der 1990er Jahre aktiv an.

Unter Geld- und Währungsordnung werden im Folgenden sowohl die einschlägigen Normen von Verfassungsrang als auch die relevanten Bestandteile des Gesetzes- und Verordnungsrechts verstanden.

9.1.2 *Das monetäre Verfassungs- und Gesetzesrecht nach dem Zweiten Weltkrieg*

Der Schweizer Franken blieb länger als die Währung jedes anderen Industrielandes an das Gold gebunden. Verfassungs- und Gesetzgeber vermochten den sich mehrfach verändernden internationalen Rahmenbedingungen der Währungspolitik nach dem Zweiten Weltkrieg nur noch mit Mühe zu folgen. Ungeachtet der internationalen Verflechtungen des Geld- und Währungswesens versuchte man, den Schein nationalstaatlicher Satzungsautonomie in der Schweiz krampfhaft zu wahren.

1 SNB (1982), S. 162.

Bis in die Mitte des 20. Jahrhunderts galt die Festlegung des Aussenwerts der Währung als Teil der nationalen Souveränität. An der Weltwahrungskonferenz von Bretton Woods im Juli 1944 setzte sich indessen die Überzeugung durch, dass «an exchange rate in its very nature is a two-ended thing, and that changes in exchange rates are therefore properly matters of international concern».² Der im Anschluss daran geschaffene Internationale Währungsfonds (IWF) setzte sich zum Ziel, ein internationales Währungssystem mit stabilen Wechselkursen zu errichten und die Konvertibilität aller Währungen einzuführen. Das Fixkurssystem wurde erreicht durch das Mittel des Gold/Dollar-Standards. Jedes Mitglied des IWF war verpflichtet, den Wert seiner Währung im Verhältnis entweder zum Gold oder zum amerikanischen Dollar festzulegen und Kurschwankungen durch An- und Verkäufe von Gold oder in Gold konvertiblen Währungen innerhalb einer engen Spanne um die Parität zu halten. Eine Paritätsänderung konnte nur bei «fundamentalem Zahlungsbilanzungleichgewicht» und im Einvernehmen mit dem IWF erfolgen.³ Die Schweiz verzichtete damals auf einen Beitritt zu den Institutionen von Bretton Woods, weil die Behörden die damit verbundene «Preisgabe der Wahrungssouveranitat» fürchteten.⁴

Zur selben Zeit schickte sich der schweizerische Verfassungsgeber an, die Pflicht zur Einlösung der Banknoten (in Edelmetall), die seit 1891 in Art. 39 Abs. 6 der alten Bundesverfassung (aBV) verankert war, aufzuheben. In seiner Botschaft vom 5. November 1948 zur Revision von Art. 39 aBV beantragte der Bundesrat, den 1936 notrechtlich eingeführten Annahmewang (gesetzlicher Kurs) für die Banknoten zu legalisieren.⁵ Mittlerweile war nämlich offenkundig geworden, dass die anderen Staaten nicht mehr zu einer Goldumlaufwährung zurückzukehren gedachten und die Schweiz bei einer unilateralen Wiedereinführung der Einlosepflicht für ihre Banknoten den Abfluss der Goldreserven der SNB riskieren würde. Die vom Parlament nahezu unverändert verabschiedete Vorlage wurde am 22. Mai 1949 vom Volk jedoch abgelehnt. Es überwog die Befürchtung, der Staat vermöchte die Geldwertstabilität nicht genügend zu sichern, wenn die Banknoten nur noch reines Papiergeld wären und ihre Golddeckung nicht verfassungsrechtlich festgeschrieben sei.⁶ Dass die Schweizer Banknoten selbst bei Verlust des öffentlichen Vertrauens in das Emissionsinstitut faktisch nicht mehr in Gold einlösbar gewesen wären, wurde weit herum verkannt.

2 Gold (1982), S. 176.

3 SNB (1982), S. 81.

4 SNB (1957), S. 321.

5 Botschaft (1948), S. 698.

6 Junod (1988), Art. 39 N 6.

So erstaunt es nicht, dass 1951 die Revision des Notenbankartikels⁷ von wenig Weitsicht geprägt war: Der Verfassungsgeber wollte die Rückkehr zur Goldumlaufwährung nicht endgültig, sondern nur für «Kriegszeiten» und für «Zeiten gestörter Währungsverhältnisse» ausschliessen (Art. 39 Abs. 6 aBV).⁸ Für diesen Fall verpflichtete das Nationalbankgesetz von 1953 (aNBG) die SNB, «den Wert des Frankens auf der gesetzlich vorgeschriebenen Parität zu halten» (Art. 22, 2. Satz, aNBG). Gleichsam durch die Hintertür war damit die Voraussetzung geschaffen, dass der Schweizer Franken einseitig – durch Festlegung einer Goldparität – an das Fixkurssystem von Bretton Woods angekoppelt werden konnte. Die Verfassung erwähnte das Gold ferner ausdrücklich als Bestandteil der vorgeschriebenen Deckung des Notenumlaufs (Art. 39 Abs. 7 aBV).

Eine ähnliche Ambivalenz kennzeichnete die Revision des Münzgesetzes von 1952. Einerseits wurde der «Münzfuss» – dieser Begriff aus dem Münzartikel (Art. 38 Abs. 3 aBV) der Verfassung von 1874 umfasste auch die Bundeskompetenz, die Parität des Schweizer Frankens zu fixieren – dem Abwertungsniveau von 1936 angepasst, d. h. der Gold/Dollar-Standard von Bretton Woods landesrechtlich eingeführt. Andererseits behielt das Münzgesetz die Möglichkeit bei, dass der Bund neue Goldmünzen mit unbeschränkter Zahlungskraft (so genannte Kurantmünzen) prägte, und erwies damit dem System der Goldumlaufwährung seine Referenz.

Rechtzeitig zum Inkrafttreten des Nationalbankgesetzes von 1953 erklärte der Bundesrat den gesetzlichen Kurs der Banknoten und hob die Pflicht der SNB zu deren Einlösung in Gold auf.⁹ Der Schweizer Franken war somit dem Verfassungsgrundsatz nach eine Goldumlaufwährung geblieben. Durch den Rückgriff auf weit reichende Ausnahmeklauseln reflektierte die schweizerische Währungsordnung der Nachkriegszeit jedoch effektiv eine Goldkernwährung: Das Gold diente nicht mehr als Zahlungsmittel im Inland, sondern lag als partielle Deckung der ausgegebenen Banknoten bei der Zentralbank. Zudem fungierte es als internationales Zahlungsmittel unter Notenbanken, welche auf diesem Weg bis zu einem gewissen Grad Zahlungsbilanzungleichgewichte ausgleichen konnten. Die Zeiten gestörter Währungsverhältnisse waren zum Dauerzustand geworden.¹⁰

7 Bericht des Bundesrates über das Volksbegehren betreffend Revision von Art. 39 der Bundesverfassung (Freigeldinitiative) vom 21. April 1950, BBl 1950 I 893 ff., 912.

8 Zum Begriff der «gestörten Währungsverhältnisse»: Schürmann (1980), Art. 22 N 5.

9 Bundesratsbeschluss betreffend den gesetzlichen Kurs der Banknoten und die Aufhebung ihrer Einlösung in Gold vom 29. Juni 1954, AS 1954 654.

10 Klauser (1997b), S. 189.

9.1.3 Gesetzliche Goldparität des Frankens und flexible Wechselkurse

Am 15. August 1971 hoben die USA die Goldkonvertibilität des Dollar auf; das feste Austauschverhältnis zwischen Gold und Dollar war suspendiert. Die im Dezember 1971 von den Währungsbehörden der Zehnergruppe im so genannten Smithsonian Agreement – unter Abwertung des US-Dollar – neu festgesetzten Währungsparitäten überdauerten indes bloss die nächsten 14 Monate. Das Währungsrealignment brach im Februar 1973 auseinander. Die wichtigsten Industrieländer gaben daraufhin die festen Wechselkurse gegenüber dem US-Dollar auf und liessen ihre Währungen über die vorgeschriebenen Bandbreiten hinaus schwanken. Die SNB hatte bereits am 23. Januar 1973 im Einvernehmen mit dem Bundesrat ihre Interventionen am Devisenmarkt zur Verteidigung der Parität des Frankens eingestellt.¹¹

Der als vorübergehend gedachte Entscheid, den Wechselkurs des Frankens freizugeben, hob die schweizerische Währungsordnung fast vollständig aus den Angeln. Die vom Bundesrat am 9. Mai 1971¹² gestützt auf das Münzgesetz von 1970¹³ festgesetzte Goldparität vermochte den Wechselkurs des Frankens in der Folge nicht mehr zu bestimmen, weil keine der anderen Währungen mehr an das Gold gebunden war.¹⁴ Die SNB konnte darum die Verpflichtung von Art. 22 aNBG, den Wert des Frankens auf der gesetzlich vorgeschriebenen Parität zu halten, nicht mehr erfüllen. Die Parität diente fortan nur noch als Bilanzierungsmassstab für die Goldbestände der SNB. Diese Bestände blieben während fast drei Jahrzehnten praktisch immobilisiert, weil eine Vorschrift für den An- und Verkauf von Gold eine Preisgrenze fixierte, die nur eine Abweichung von der Parität um höchstens 1,5% nach unten und nach oben gestattete.¹⁵

9.1.4 Zunehmende Kluft zwischen Währungsrecht und Währungswirklichkeit

Im System flexibler Wechselkurse herrschte zunächst die normative Kraft des Faktischen. 1978 wurde die Freiheit der Staaten zur Wechselkursbestimmung dann völkerrechtlich anerkannt. Mit einer Revision der Statuten (Art. IV Abschn. 2b) ermächtigte der IWF die Mitgliedstaaten, den Wert ihrer Währung auf irgendwelche Weise zu bestimmen, ausgenommen durch die Bindung an das Gold. Das Gold war damit international rechtlich demoneti-

11 SNB (1982), S. 223.

12 Bundesratsbeschluss über die Festsetzung der Goldparität des Frankens vom 9. Mai 1971, AS 1971 465.

13 Bundesgesetz über das Münzwesen vom 18. Dezember 1970, AS 1971 360.

14 Richli (1988), S. 349.

15 Art. 3 Bundesratsbeschluss betreffend den gesetzlichen Kurs der Banknoten und die Aufhebung ihrer Einlösung in Gold vom 29. Juni 1954, AS 1954 654.

siert. Im Frühjahr 1992 trat die Schweiz den Institutionen von Bretton Woods als Mitglied bei (siehe 6.2.1).¹⁶ Obwohl ihre innerstaatlichen Regeln zur Festsetzung des Frankenkurses den IWF-Statuten klar widersprachen, nahm der IWF die Beitrittserklärung der Schweiz ohne Vorbehalt entgegen. Das war nur möglich, weil der Fonds seine Beurteilung, ob die Schweiz die Beitrittsvoraussetzungen erfüllte, allein auf das tatsächlich gehandhabte Währungsregime abgestützt hatte. Ab jenem Zeitpunkt war eine Fixierung des Frankenkurses mit Hilfe der Goldparität nicht mehr bloss faktisch, sondern auch rechtlich ausgeschlossen.¹⁷

Das geschriebene Währungsrecht erschien nun zunehmend als irrealer Rechtszustand. Dies zeigte sich u. a. in gewissen Normkonflikten. Die Pflicht zur Mindestgolddeckung der ausgegebenen Banknoten (Art. 19 Abs. 2 aNBG) war ebenso wie die Goldparität (Art. 2 des alten Münzgesetzes) aufrechterhalten geblieben. Weil der Notenumlauf in den 1980er und 1990er Jahren um durchschnittlich gut 2% pro Jahr zugenommen hatte, näherte sich die Golddeckung des Notenumlaufs 1996 der gesetzlichen Untergrenze von 40%. Gleichzeitig war die Bilanzierung des Goldes zum Paritätspreis ohne Verfassungsänderung nicht zu beseitigen, da der Begriff des Münzfusses in Art. 38 aBV verankert war. In dieser Situation beantragte der Bundesrat – auf Vorschlag der Nationalbank – dem Parlament im Rahmen der Teilrevision 1997 des Nationalbankgesetzes, die Mindestgolddeckung von 40% auf 25% zu senken.¹⁸ Damit konnte die SNB die Deckungsvorschrift bis zur vorgesehenen Revision der Geld- und Währungsverfassung wieder problemlos einhalten.

Die Divergenz zwischen geschriebenem und gelebtem Währungsrecht bewirkte schliesslich stillschweigend eine Kompetenzverschiebung zwischen Bundesrat und Nationalbank: Nicht mehr der Bundesrat legte, gemäss Art. 2 des Münzgesetzes von 1970, den Aussenwert der Währung fest, sondern das freie Spiel von Angebot und Nachfrage, welches primär vom Restriktionsgrad der Geldpolitik abhing und das die SNB verschiedentlich mittels Interventionen an den Devisenmärkten zu beeinflussen versuchte. Die schweizerische Währungspolitik war damit – unter Vorbehalt der 1978 in das Nationalbankgesetz eingefügten Pflicht zur Koordination wichtiger monetärer und konjunkturpolitischer Entscheide – faktisch in die Kompetenz der Zentralbank gelangt.

16 Bundesbeschluss über den Beitritt der Schweiz zu den Institutionen von Bretton Woods vom 4. Oktober 1991, AS 1992 2570.

17 Klauser (1997b), S. 193.

18 Botschaft (1997), S. 998 f.

9.1.5 Lang andauernder fiktiver Rechtszustand – Warten auf Impulse

Obwohl schon Ende der 1970er Jahre klar wurde, dass eine Rückkehr der Schweiz zur Goldwährung ausgeschlossen war, fehlten vorerst Bemühungen zur Reform der schweizerischen Geld- und Währungsordnung. 1978 war das Nationalbankgesetz in einer Teilrevision um das hoheitliche Instrumentarium ergänzt worden, und die SNB wollte zunächst die weitere Entwicklung abwarten. Zwar wurden in der Rechtswissenschaft Bedenken darüber geäussert, dass ehemals zentrale Verfassungsbegriffe wie «Münzfuss», «Notendeckung» und «Einlöschungspflicht» ihre Steuerungsfunktion im schweizerischen Geld- und Währungswesen gänzlich eingebüsst hätten.¹⁹ In der Tat verstellte die geschriebene, mit Relikten aus der Zeit der Goldwährung über-säte Währungsordnung den Blick auf die staatsleitenden Grundsätze zur Ausübung der Geld- und Währungshoheit des Bundes. Und das internationale Währungssystem, das vom Gold als Determinante Abschied genommen hatte und in welchem ganz unterschiedliche Wechselkurssysteme praktiziert wurden, war mittlerweile so beschaffen, dass es vom Münz- und vom Notenbankartikel der früheren Verfassung (Art. 38, 39 aBV) selbst in zeitgemässer Auslegung nicht mehr eingefangen werden konnte. Die eingangs genannten Gründe dürften jedoch wesentlich dazu beigetragen haben, dass die Schweiz normativ sehr spät auf den offenkundigen Bruch zwischen Währungsrecht und Währungswirklichkeit reagierte.

Gegen Ende der 1980er Jahre nahm die Bundesversammlung einen neuen Anlauf zur Reform der Bundesverfassung. Das Ziel einer Totalrevision umschrieb der entsprechende Bundesbeschluss von 1987 wie folgt: «Der Entwurf wird das geltende geschriebene und ungeschriebene Verfassungsrecht nachführen, es verständlich darstellen, systematisch ordnen sowie Dichte und Sprache vereinheitlichen.»²⁰ Nach Auffassung der Nationalbank ordnete sich das Vorhaben, monetäres Verfassungsrecht und monetäre Verfassungswirklichkeit wieder in Übereinstimmung zu bringen, gut in dieses Gesamtprojekt ein. So begann die SNB Anfang der 1990er Jahre, Überlegungen zur Reform der Geld- und Währungsverfassung anzustellen. Diese mündeten aus in eine umfangreiche interne Studie «Neuordnung der Geldverfassung», die vom Direktorium am 1. Dezember 1994 verabschiedet und anschliessend dem Vorsteher des Eidgenössischen Justiz- und Polizeidepartements, Arnold Koller, zuhanden des Dienstes für die Totalrevision der Bundesverfassung übermit-

¹⁹ Junod (1988), Art. 38 N 8 und Art. 39 N 65, 69.

²⁰ Art. 3 Bundesbeschluss über die Totalrevision der Bundesverfassung vom 3. Juni 1987, BBl 1987 II 963.

telt wurde. Die Studie basierte auf ökonomischen Grundüberlegungen sowie rechtshistorischen, rechtssystematischen und rechtsvergleichenden Untersuchungen; sie enthielt einen ausformulierten Vorschlag für neue Verfassungs- und Gesetzesbestimmungen (siehe 9.2.1).

Sodann nahm zur gleichen Zeit auf europäischer Ebene ein Vorhaben Gestalt an, das als eigentliche Neuschöpfung auf dem Gebiet von Geld und Währung gelten konnte. Im Rahmen der Europäischen Währungsintegration legte der Vertrag von Maastricht 1992 die Fundamente für eine europäische Einheitswährung.²¹ Die Nationalbank erkannte darin eine Chance, die schweizerischen Leitideen für eine neue monetäre Grundordnung an einem international breit akzeptierten Massstab zu messen. Die Verfassung der Europäischen Währungsunion, wie sie im Vertrag von Maastricht festgelegt wurde, vereinigte wesentliche Elemente einer modernen Geld- und Währungsordnung. Namentlich der Vorrang der Preisstabilität im Mandat der Europäischen Zentralbank, gekoppelt mit ihrer auftragsbezogenen Unabhängigkeit, wurde fortan zum Modell eines zeitgemässen Zentralbankstatuts. In der Folge sollte sich zeigen, dass der europäische Ordnungsrahmen für die schweizerischen Reformbemühungen von grossem Nutzen war. Die Ablehnung des Beitritts der Schweiz zum Europäischen Wirtschaftsraum in der Volksabstimmung vom 6. Dezember 1992 änderte nichts am Bestreben der SNB, die neue schweizerische Geld- und Währungsordnung grundsätzlich europakompatibel zu gestalten.

9.2 Geld und Währung im Rahmen der Totalrevision der Bundesverfassung

PETER KLAUSER

9.2.1 Zielvorstellungen der SNB für eine Verfassungsrevision

Mit ihrer Studie «Neuordnung der Geldverfassung» vom 1. Dezember 1994 schuf die Nationalbank die Grundlage, damit ihre Vorstellungen für eine neue Geld- und Währungsordnung in die Totalrevision der Bundesverfassung einfliessen konnten. Dem Direktorium ging es um drei Hauptziele, die mit einer Reform der Geldverfassung erreicht werden sollten:

²¹ ESZB-Statut (1992).

Aufhebung der rechtlichen Bindung des Frankens an das Gold

Die Loslösung der schweizerischen Währung von der Goldbindung drängte sich nach Auffassung der SNB aus zwei Gründen auf. Sie war einerseits notwendig, um dem von der Schweiz praktizierten Floating des Frankens eine rechtliche Grundlage zu verleihen. Sie war andererseits geboten, um die von der Schweiz mit ihrem Beitritt zum Internationalen Währungsfonds eingegangenen statutarischen Verpflichtungen auch formal einhalten zu können. Mit der Abkehr von der Goldbindung des Frankens sollte das Gold mithin zu einer Währungsreserve unter anderen werden.

Verankerung neuer Leitprinzipien für die Geld- und Währungspolitik

Auch unter flexiblen Wechselkursen galt die ökonomische Erkenntnis, dass das Geld die ihm zugedachten Funktionen als Zahlungsmittel, Recheninheit und Wertreserve nur erfüllen kann, wenn sein Wert stabil bleibt. Davon ausgehend suchte die SNB nach neuen Leitprinzipien, die einen überzeugenden Verfassungsrahmen für die schweizerische Geld- und Währungspolitik bilden konnten. Weil die Stabilität des staatlichen Geldes nach der Aufhebung des Goldstandards nicht mehr durch natürliche Knappheiten gesichert war, lag es nahe, die Politik der Zentralbank, welche das Geldangebot nunmehr autonom bestimmen konnte, normativ auf das vorrangige Ziel der Geldwertstabilität auszurichten. Die SNB postulierte daher, das Ziel der Geldwertstabilität als neues Leitprinzip für die schweizerische Geld- und Währungspolitik in die Verfassung aufzunehmen.²²

Ferner stützte sich die SNB auf die empirische Evidenz, dass nur wirklich unabhängige Zentralbanken dauerhaft Preisstabilität gewährleisten können.²³ Die Geschichte hat gelehrt, dass eine unter stärkerem Staatseinfluss stehende Zentralbank eine geringere «eigenständige Dynamik der Inflationsabwehr»²⁴ entwickelt und eine inflationäre Finanzierung öffentlicher Defizite weniger wirksam verhindern kann als eine Zentralbank, die bei der Erfüllung ihres Auftrags unabhängig ist. Deshalb sprach sich das Direktorium dafür aus, die Unabhängigkeit der Notenbank als weiteres Leitprinzip der Geld- und Währungsordnung auf der Verfassungsstufe zu verankern.²⁵ Mit der Geldwertstabilität und der Unabhängigkeit der Notenbank als neuen Orientierungsparametern sollte die schweizerische Geld- und Währungspolitik zudem in hohem Masse europakompatibel werden, ohne dass eine irgendwie geartete

22 Lusser (1996), S. 158.

23 Alesina und Summers (1993), S. 151 f.

24 Heise (1992), S. 175.

25 Lusser (1996), S. 159.

Übertragung der Geld- und Währungshoheit auf ein supranationales Gebilde anvisiert wurde.

Ergänzend trat die Nationalbank in ihrer Studie für eine verfassungsrechtliche Abstützung der bisher praktizierten Gewinnermittlung ein. Nach ihrem Vorschlag sollte eine Verfassungsnorm vorschreiben, dass die SNB aus ihren Erträgen «angemessene Währungsreserven» äufne, bevor Gewinne ausgeschüttet würden. Mit der Pflicht zum Aufbau ausreichender Währungsreserven wollte die SNB zum einen den Wegfall der Deckungspflicht für die im Umlauf befindlichen Banknoten in der Bundesverfassung auffangen und so das Vertrauen in den Schweizer Franken stärken. Zum anderen verfolgte sie damit die Absicht, sich vor den Begehrlichkeiten der öffentlichen Hand zu schützen.

Verwesentlichung und Vereinfachung

Eine dritte Zielsetzung der SNB bestand darin, die schweizerische Geld- und Währungsordnung zu vereinfachen und auf das Wesentliche zu beschränken. Sollte die Verfassung das gelebte Währungssystem wieder einfangen, musste die Neuregelung sich auf wenige Grundprinzipien konzentrieren, systematisch durchgestaltet und verständlich ausformuliert sein.²⁶ Der Vorschlag für einen Währungs- und einen Notenbankartikel in der nachgeführten Bundesverfassung, den die SNB mit ihrer Studie präsentierte, war denn auch durch eine starke Reduktion der Regelungsdichte gekennzeichnet. Das Bestreben nach Verwesentlichung fand seine Grenze jedoch an einer Verfassungsnorm, die das heikle finanzielle Verhältnis zwischen Bund und Kantonen berührte: Die Regel zur Zuweisung von wenigstens zwei Dritteln des Nationalbankgewinns an die Kantone sollte aus föderalistischen Gründen nicht angetastet werden. Aus systematischer Sicht hätte die Gewinnverteilungsregel eher auf die Gesetzesstufe gehört.

9.2.2 Der Verfassungsvorentwurf von 1995

Ende Juni 1995 stellte das Eidgenössische Justiz- und Polizeidepartement (EJPD) den Vorentwurf zu einer neuen Bundesverfassung²⁷ der Öffentlichkeit vor. Im Vorentwurf trat Art. 79 («Geld- und Währungspolitik») an die Stelle von Art. 38 und 39 der alten Bundesverfassung (aBV). Die inhaltlichen Anregungen der SNB waren darin teilweise aufgenommen. Die vorgeschlagene Norm verankerte die bisher ungeschriebene Geld- und Währungshoheit des

²⁶ Klauser (1997a), S. 22.

²⁷ Vorentwurf (1995).

Bundes in der Verfassung und wies dem Bund die Bargeldmonopole zu. Der Notenbankauftrag fand sich in Anlehnung an den Wortlaut des früheren Art. 39 Abs. 3 aBV umschrieben («zuständig für eine Geld- und Währungspolitik, die dem Gesamtinteresse des Landes dient»). Neu erwähnte der Verfassungstext die Schweizerische Nationalbank namentlich und bezeichnete sie – unter Offenlassung ihrer Rechtsform – als unabhängige Zentralbank. Der Verfassungsentwurf reduzierte die bisherige Gewinnverteilungsregel (Art. 39 Abs. 4 aBV) auf ihren Kern, indem er nur noch den Kantonsanteil von wenigstens zwei Dritteln am Nationalbankgewinn normierte. Alle Verfassungsbestimmungen, die den Goldbezug des Frankens hergestellt hatten (Münzfuss, Einlösungspflicht, Deckung des Banknotenumlaufs), waren ersatzlos gestrichen.

In seiner Vernehmlassung vom 29. Februar 1996 zum Vorentwurf 1995 befürwortete das Direktorium die Zusammenführung der aktuell gebliebenen Elemente des Münz- und des Notenbankartikels in einer einzigen, konzisen Verfassungsbestimmung. Auch begrüßte es die Verankerung der Unabhängigkeit der Nationalbank in der Verfassung, weil damit eines der Leitprinzipien einer modernen Währungsordnung auf verständliche Weise festgehalten war. Vertretbar erschien es ihm sodann, nur dem Kernauftrag der SNB Verfassungsrang einzuräumen, die Einzelaufgaben (Erleichterung des Zahlungsverkehrs, Verwaltung der Währungsreserven, usw.) dagegen auf Gesetzesstufe zu umschreiben. Jedoch bedauerte die SNB, dass das Ziel der Geldwertstabilität im Verfassungsentwurf 1995 fehlte. Das EJPD hatte im erläuternden Kommentar dazu angeführt, dass es den Rahmen der Nachführung sprengen würde, wenn die Geldwertstabilität auf Verfassungsstufe als prioritäres Ziel der SNB-Politik festgeschrieben würde. Man befürchtete, es könnte sich ein verfassungsrechtliches Spannungsfeld zwischen Art. 79 Abs. 2 (Notenbankauftrag) und Art. 80 Abs. 1 (Konjunkturpolitik) des Vorentwurfs auftun; denn im nachgeführten Konjunkturartikel fanden sich die «Verhütung und Bekämpfung von Arbeitslosigkeit und Teuerung» unverändert als Stabilitätsziele des Bundes genannt. Diesem Argument konnte sich die SNB nicht ganz verschliessen.

Kein Verständnis vermochte die SNB dem Vorschlag entgegenzubringen, Art. 39 Abs. 7 aBV über die Pflicht zur Deckung der ausgegebenen Banknoten ersatzlos zu streichen. Sie argumentierte, der Wegfall der Deckungspflicht müsse durch eine ausdrückliche Verankerung der Währungsreserven in der Verfassung aufgefangen werden, um dem Nachführungsauftrag Genüge zu tun. Dabei wies sie namentlich auf die Revision des Nationalbankgesetzes im Jahre 1978 hin: Damals hatten es die eidgenössischen Räte abgelehnt, die

Mindestgolddeckung von 40% der im Umlauf befindlichen Noten (Art. 19 Abs. 2 aNBG), wie vom Bundesrat beantragt, aufzuheben.²⁸ In breiten Bevölkerungskreisen schien die Vorstellung, hinter dem von der Zentralbank ausgegebenen Geld müsse ein «Realwert» stehen, auch in den 1990er Jahren noch stark verankert zu sein. Deshalb erneuerte das Direktorium seinen Antrag, anstelle der aufgehobenen Pflicht zur Notendeckung die Pflicht der Nationalbank, aus ihren Erträgen ausreichende Währungsreserven zu bilden, in die Verfassung aufzunehmen. Die Festschreibung dieser vertrauensbildenden Massnahme auf Verfassungsstufe erschien ihm insbesondere notwendig für den Fall, dass es im Zuge der Totalrevision nicht gelingen sollte, die Zentralbankpolitik verfassungsrechtlich auf das vorrangige Ziel der Geldwertstabilität auszurichten.

9.2.3 *Der Verfassungsentwurf von 1996*

Nach Auswertung der Vernehmlassung unterbreitete der Bundesrat den eidgenössischen Räten im November 1996 eine Botschaft mit dem Entwurf zu einer neuen Bundesverfassung.²⁹ Darin erschien die nachgeführte Verfassungsnorm über die Geld- und Währungspolitik nun als Artikel 89. Die SNB hatte im Rahmen der vorangegangenen Ämterkonsultation nochmals aktiv an der Ausformulierung des Geld- und Währungsartikels sowie des einschlägigen Botschaftstextes mitgewirkt.

Von Art. 79 des Vorentwurfs unterschied sich Art. 89 des Entwurfs in zweifacher Weise. Sprachlich lehnte sich der Notenbankauftrag noch etwas enger an den früheren Wortlaut von Art. 39 Abs. 3 ABV an (Absatz 2: «[...] führt als unabhängige Zentralbank eine Geld- und Währungspolitik [...]»); unverändert blieb die Formulierung «[...] die dem Gesamtinteresse des Landes dient». Sodann schloss Art. 89 des Entwurfs die «Vertrauenslücke», die als Folge des Verzichts auf eine Deckungsvorschrift für das ausgegebene Notenbankgeld entstanden war, mit einem zusätzlichen Absatz 3: «Die Schweizerische Nationalbank bildet aus ihren Erträgen ausreichende Währungsreserven.» Im Sinne des Vorschlags des Direktoriums war damit ein «funktionales Äquivalent» für die aufgehobene Deckungspflicht in der nachgeführten Geldverfassung geschaffen. Die Botschaft begründete dies damit, die Reservenbildung sei geeignet, das öffentliche Vertrauen in das staatliche Geld zu fördern, und sie werde schon seit längerer Zeit praktiziert.³⁰

28 AS 1979 983, 993. Zur damaligen Debatte: Schürmann (1980), Art. 19 N 12.

29 Botschaft (1996), S. 1 ff.

30 Botschaft (1996), S. 304.

Im Botschaftstext zu Art. 89 fanden sich zudem zwei Aussagen, denen aus der Sicht der SNB etwelche Bedeutung zukam: Zum einen wies der Text ausdrücklich darauf hin, dass die SNB in ihrer Vernehmlassung wünsche, das Stabilitätsziel sei in den Notenbankauftrag einzufügen. Zum anderen hielt er fest, die beibehaltene Auftragsformulierung hindere die Zentralbank keineswegs, «dem Ziel der Geldwertstabilität grosse Bedeutung zuzumessen, da sie zur Erreichung dieses wirtschaftspolitischen Zieles mit ihren Instrumenten am meisten beizutragen vermag.»³¹

Das Direktorium nahm Ende November 1996 vom Verfassungsentwurf 1996 zustimmend Kenntnis. Es stellte fest, dass zwar nicht alle, aber wesentliche Anliegen der Nationalbank Berücksichtigung gefunden hatten.

9.2.4 *Behandlung im Parlament*

Im März 1998 behandelte der Ständerat und im April 1998 der Nationalrat den nachgeführten Art. 89 des Verfassungsentwurfs. Bei den Absätzen 1 (Geld- und Währungshoheit des Bundes, Bargeldmonopole), 2 (Auftrag der SNB) und 4 (Gewinnverteilung) übernahmen die eidgenössischen Räte die Fassung des Bundesrates unverändert. Eine längere Diskussion entspann sich dagegen zur Ausgestaltung von Absatz 3. Sie zeigte, dass das Gold als besondere Währungsreserve in den Kreisen der Politik noch immer eine gewisse Symbolkraft besass und Emotionen zu wecken vermochte. Obwohl beide Kammern anerkannten, dass die Goldbindung des Frankens im Zuge der Verfassungsnachführung aufgehoben werden müsse, waren sie nicht bereit, das gelbe Metall gänzlich aus der Währungsverfassung zu verbannen. Daher fügten sie der vom Bundesrat vorgeschlagenen Formulierung (Abs. 3 «Die Schweizerische Nationalbank bildet aus ihren Erträgen ausreichende Währungsreserven») den Zusatz an, dass ein Teil dieser Währungsreserven in Gold zu halten sei. Der Ständerat begründete die Ergänzung u. a. damit, gerade in einem Zeitpunkt, da aufgrund eines Expertenberichts über die anderweitige Verwendung «überschüssiger» Goldreserven der SNB nachgedacht werde (siehe 9.3.2), müsse klargestellt werden, dass ein Teil des Währungsgoldes bei der Nationalbank zu verbleiben habe.³² Im Nationalrat unterlag eine klare Minderheit mit ihrer Auffassung, es sei doch eine Selbstverständlichkeit, dass ein Teil der Währungsreserven in Gold gehalten werde, und dies liesse sich problemlos auf Gesetzesstufe festhalten. Die Mehrheit erklärte sich überzeugt davon, Goldbestände der Zentralbank erhöhten das

31 Botschaft (1996), S. 304.

32 Votum Spoerry (FDP/ZH), Amtl. Bull. SR (1998), S. 241.

Vertrauen in die Kreditwürdigkeit eines Landes und verdienten es, in der Verfassung erwähnt zu werden.³³

Die SNB hatte gegen die Rückkehr des Goldes in die Geld- und Währungsverfassung, die schon in der Beratung durch die zuständigen Kommissionen absehbar gewesen war, nicht opponiert. Da sie auch nach der Aufhebung der Goldbindung des Frankens einen Teil ihrer Währungsreserven in Gold zu halten gedachte, sah sie sich durch den Zusatz in Art. 89 Abs. 3 des Verfassungsentwurfs in ihrem Handlungsspielraum nicht eingeschränkt.

Am 18. Dezember 1998 verabschiedete die Bundesversammlung die Totalrevision der Bundesverfassung. Im Zuge einer nochmaligen Umnummerierung erhielt der Geld- und Währungsartikel in der Endversion die Artikel-Nummer 99.

9.2.5 Würdigung

Nachdem Volk und Stände die neue Bundesverfassung (BV) in der Abstimmung vom 18. April 1999 angenommen hatten, trat sie am 1. Januar 2000 in Kraft.³⁴ In jenem Zeitpunkt stand fest, dass Art. 99 BV auf absehbare Zeit die Grundordnung für das schweizerische Geld- und Währungswesen bilden würde. Denn der Ende der 1990er Jahre unternommene Versuch, mit einer separaten Reformvorlage eine umfassende Modernisierung der Geld- und Währungsverfassung zu schaffen, war mittlerweile gescheitert (siehe 9.3.5).

Die Nachführung der Bundesverfassung bedeutete dennoch einen wesentlichen Schritt vorwärts auf dem Weg zur Reform der schweizerischen Geld- und Währungsordnung. Namentlich die Fiktion eines dauernden Ausnahmezustandes («Zeiten gestörter Währungsverhältnisse») wurde beendet und eine tragfähige Rechtsgrundlage für das von der Schweiz seit 1973 praktizierte System flexibler Wechselkurse geschaffen. Mit der Verankerung der Unabhängigkeit der Zentralbank und der Verpflichtung zur Bildung ausreichender Währungsreserven setzte der Verfassungsgeber deutliche Gegengewichte zur Aufhebung der Goldbindung des Frankens. Auch ist der Geld- und Währungsartikel in der nachgeführten Bundesverfassung transparent und verbindlich gehalten.

Von wissenschaftlicher Seite kam hingegen Kritik an der als zu vage empfundenen Ausformulierung des Notenbankauftrags. Das «Gesamtinteresse des Landes» bringe nicht klar zum Ausdruck, welchen Zwecken die Geldpoli-

33 Amtl. Bull. NR (1998), S. 973 ff.

34 BBl 1999 162, 5986; AS 1999 2556.

tik letztlich zu dienen habe und lasse zu viel Raum für eine diskretionäre Interpretation.³⁵ Auch die SNB war sich bewusst, dass mit der verfassungsrechtlichen Ausrichtung der Geld- und Währungspolitik auf das «Gesamtinteresse des Landes» im Grunde bloss postuliert wird, die Zentralbankpolitik dürfe sich nicht in den Dienst von Einzel- oder Gruppeninteressen stellen. Die SNB hätte sich deshalb gewünscht, in ihrem Verfassungsauftrag die Geldwertstabilität als Ziel der Geld- und Währungspolitik verankert zu sehen. Damit wäre der Wegfall des externen Stabilitätsankers (Goldstandard) vollumfänglich ausgeglichen worden. Weil sich dies im Rahmen der Nachführung nicht verwirklichen liess, war das Direktorium fest entschlossen, die Konkretisierung des Ziels im Notenbankauftrag bei der anstehenden Totalrevision des Nationalbankgesetzes wieder aufzunehmen (siehe 9.6.3).

9.3 Versuch einer separaten Reform der Währungsverfassung

PETER KLAUSER

9.3.1 Einleitung

Mitte der 1990er Jahre wurden im Parlament verschiedene Vorstösse unternommen, die auf eine ertragreichere Bewirtschaftung der Währungsreserven und eine Aufwertung der Goldreserven der SNB abzielten. Ausgelöst hatte die Aktionen nicht zuletzt die Kritik von akademischer Seite, die SNB sitze auf zu hohen Währungsreserven und betreibe eine – wegen der massiven Goldkomponente in ihrem Portefeuille – ertragsschwache, risikoreiche Anlagepolitik.³⁶ Die Nationalbank ihrerseits verwies auf die einschränkenden Rahmenbedingungen, die ihr durch die rechtliche Goldbindung des Franks sowie restriktive gesetzliche Anlagevorschriften gesetzt waren. Im Januar 1997 hiess die Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Nationalrates zwei parlamentarische Initiativen,³⁷ die auf eine Marktbewertung und einen Abbau des Goldbestandes der SNB abzielten, gut und entschied, einen neuen Verfassungsartikel über die Geld- und Währungspolitik separat zur Totalrevision der Bundesverfassung (BV) voranzutreiben. Der Bundesrat erklärte sich bereit, die Reform der Währungsverfassung unabhängig von der Nachführung der Bundesverfassung (siehe 9.2) in einem «fast track»-Verfahren

35 Giovanoli (1997), S.120.

36 Beispielsweise Ungern-Sternberg (1996), S.6 ff.

37 WAK-NR «Bundesverfassung, Geld- und Währungsartikel» sowie Ledergerber «Revision Nationalbankgesetz», Amlt. Bull. NR (1997), S.1165 ff. und 1170 f.

durch eine Expertengruppe bearbeiten zu lassen. Anfang 1997 schien es nämlich höchst ungewiss, bis wann die eben erst angelaufene Totalrevision der Bundesverfassung abgeschlossen sein würde.

Kurz danach erhielt das Vorhaben ungeahnten Schub. Am 5. März 1997 kündigte Bundespräsident Arnold Koller im Rahmen der politischen Diskussion um die Rolle der Schweiz im Zweiten Weltkrieg die Schaffung einer Stiftung an, um «den heute so stark bedrohten Gedanken der Solidarität und des Gemeinsinns im In- und Ausland mit neuer Substanz zu füllen».³⁸ Die so genannte Solidaritätsstiftung sollte durch die Übertragung von 7 Mrd. Franken, die aus der Aufwertung der Goldreserven der Nationalbank stammten, finanziert werden. Die Anregung dazu war vom Präsidenten des Direktoriums, Hans Meyer, ausgegangen. Im Direktorium und in den Bankbehörden (Bankausschuss, Bankrat) löste dieser Vorstoss kontroverse Debatten aus. Für die Neubewertung des Goldbestandes sowie als Voraussetzung für die angekündigten Verkäufe eines Teils des Nationalbankgoldes musste eine umfassende Modernisierung der Währungsverfassung und -gesetzgebung vorbereitet und unter hohem Zeitdruck parlamentsreif gemacht werden. Die Verknüpfung dieses Vorhabens mit der Holocaust-Debatte, die sich zur gleichen Zeit entfaltete (siehe 10.5), sollte sich allerdings als verhängnisvoll erweisen, führte sie doch zum Scheitern der Reformvorlage in der Schlussabstimmung der eidgenössischen Räte.

Im April 1997 beauftragte der Vorsteher des Eidgenössischen Finanzdepartements (EFD) eine aus je drei Vertretern des EFD, der SNB und der Wissenschaft zusammengesetzte Expertengruppe «Reform der Währungsordnung» damit, einen Botschaftsentwurf für eine neue Währungsverfassung auszuarbeiten. Die Expertengruppe, die unter der gemeinsamen Leitung des Direktors der Eidgenössischen Finanzverwaltung und des Chefjuristen der SNB stand, sollte sämtliche Fragen, die sich aufgrund der Loslösung des Franken von der Goldbindung auf der Gesetzes- und Verordnungsstufe stellten, prüfen. Dazu gehörte auch die Bestimmung der angemessenen Höhe der gesamten Währungsreserven der SNB. Die Frage, wie viele Währungsreserven die SNB benötigt, wurde im Anschluss daran auch in einer breiteren Öffentlichkeit zunehmend thematisiert.³⁹

³⁸ Botschaft (2000), S. 3980.

³⁹ Statt vieler: Buomberger (1997), S. 23.

9.3.2 Bericht der Expertengruppe «Reform der Währungsordnung»

Indem die Reform der Währungsverfassung aus dem Projekt der Nachführung der Bundesverfassung herausgelöst wurde, entstand ein erhöhter Gestaltungsspielraum für die Modernisierung der Geld- und Währungsordnung: Zum einen waren die Einschränkungen des parlamentarischen Nachführungsauftrags aus dem Jahre 1987 (siehe 9.1.5), die rechtliche Neuschöpfungen weit gehend ausgeschlossen hatten, nicht mehr massgebend. Zum anderen bot die von der Totalrevision der Bundesverfassung losgelöste Reform der Währungsverfassung die Chance, die künftige Grundordnung des schweizerischen Geldwesens breiter und mit verstärktem Blick auf die im Entstehen begriffene Europäische Währungsunion zu diskutieren.

Mit ihrem Bericht vom 24. Oktober 1997 «Der neue Geld- und Währungsartikel in der Bundesverfassung» erfüllte die Expertengruppe den ersten Teil ihres Mandats. Sie schlug darin einen neuen Verfassungsartikel «Geld und Währung» vor, der sich in mehrfacher Hinsicht von Artikel 89 des Verfassungsentwurfs von 1996 unterschied:⁴⁰

- Zusätzlich zur Bundeskompetenz für Geld und Währung hielt die Norm in Absatz 1 fest, dass der Bund die Währungseinheit bestimmt und die gesetzlichen Zahlungsmittel bezeichnet. Damit sollte der Kerngehalt der Geld- und Währungshoheit des Bundes einprägsam verdeutlicht werden.
- Die Verankerung der Bargeldmonopole des Bundes in Absatz 2 des vorgeschlagenen Artikels wurde ergänzt durch die Übertragung des Rechts zur Ausgabe von Banknoten an die Schweizerische Nationalbank.
- Der vorgeschlagene Artikel verpflichtete die SNB in Absatz 3, die Geld- und Währungspolitik mit dem vorrangigen Ziel der Preisstabilität zu führen. Der Zusatz: «Soweit es ohne Beeinträchtigung dieses Zieles möglich ist, unterstützt die Schweizerische Nationalbank die allgemeine Wirtschaftspolitik des Bundes», war dem Statut des Europäischen Systems der Zentralbanken (Art. 105 Abs. 1 EG-Vertrag) nachgebildet.

Einen präzisen Notenbankauftrag hielt die Expertengruppe nicht zuletzt mit Blick auf die Unabhängigkeit der Nationalbank für nötig. Eine verfassungsrechtliche Verankerung von deren Unabhängigkeit, verbunden mit einer unscharfen Auftragsformulierung, erschien ihr rechtsstaatlich problematisch.⁴¹ In ihrem Bericht betonte die Expertengruppe, dass die Pflicht der Zentralbank, die Geldversorgung auf das vorrangige Ziel der Preisstabilität auszurichten, keine Zurückstufung von Wachstums- und Beschäftigungs-

40 Expertengruppe «Reform der Währungsordnung» (1997), S. 19 ff.

41 Expertengruppe «Reform der Währungsordnung» (1997), S. 28.

zielen bedeute. Eine auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik wirke konjunkturstabilisierend und trage so zur wirtschaftspolitischen Zielsetzung einer ausgeglichenen konjunkturellen Entwicklung bei. Den subsidiären Unterstützungsauftrag interpretierte die Expertengruppe so, dass die SNB bei der Festlegung des geldpolitischen Kurses den verfügbaren Spielraum nutzen solle, um die konjunkturellen Schwankungen von Produktion und Beschäftigung zu mildern.⁴²

Im Rahmen ihrer Prüfung, wie hoch die Währungsreserven der SNB für die Führung der Geldpolitik nach Aufhebung der Goldparität sein müssten, analysierte die Expertengruppe zunächst Funktion und Höhe der Währungsreserven. Sie stellte sodann den Währungsreservebestand der SNB (Gold, Devisen) demjenigen der Länder der Zehnergruppe und Österreichs gegenüber. Als Vergleichsgrößen zog sie die Währungsreserven im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt, zur Auslandverflechtung (gemessen am Importvolumen) und zur Bedeutung des Finanzmarktes (gemessen an den Verpflichtungen des Finanzsektors gegenüber dem Ausland) bei. Obwohl sich die angemessene Höhe der Währungsreserven nicht mit wissenschaftlicher Exaktheit bestimmen lässt, erlaubten die Untersuchungen einige wichtige Aussagen: Die SNB verfügte Ende 1996 im internationalen Vergleich nicht über ungewöhnlich hohe (ungesicherte) Devisenreserven. Aus dem Rahmen fielen dagegen die mit 2590 Tonnen überaus gut dotierten Goldreserven. Die Experten postulierten, dass die SNB im Vergleich zu den Zentralbanken ähnlich grosser Industrieländer zusätzliche Währungsreserven halten müsse, um einen wirksamen Betrag zur Stabilität des internationalen Finanzplatzes Schweiz zu leisten. Sie veranschlagten dieses finanzplatzbezogene Zusatzerfordernis, mit Blick auf die hohen kurzfristigen Forderungen und Verpflichtungen der Schweizer Banken gegenüber Ausländern, auf das Äquivalent von rund 1200 Tonnen Gold. In ihrer Gesamtwürdigung gelangten sie zum Schluss, dass ein Anteil von rund 1400 Tonnen des Goldbestandes aus der SNB-Bilanz ausgegliedert und für andere öffentliche Zwecke verfügbar gemacht werden könnte.⁴³

In ihrem Bericht schlug die Expertengruppe weiter vor, die Ausgliederung der für die Geld- und Währungspolitik nicht mehr benötigten Goldreserven mit einer Übergangsbestimmung in der Bundesverfassung zu regeln. Sie ging davon aus, dass das überschüssige Gold dereinst verkauft und der Erlös in ertragbringende Aktiven angelegt würde. Nach Auffassung der

42 Expertengruppe «Reform der Währungsordnung» (1997), S. 34 ff.

43 Expertengruppe «Reform der Währungsordnung» (1997), S. 48 ff., 60.

Expertengruppe sollte das so entstehende Vermögen nicht von der SNB verwaltet werden, um Interessenkonflikte zwischen der Nationalbank als geldpolitischer Behörde einerseits und als Vermögensverwalterin andererseits zu vermeiden. Um klar zu stellen, dass die anderweitige Verwendung der überschüssigen Goldreserven nicht der allgemeinen Gewinnverteilungsregel der Verfassung unterliegen würde, erachtete die Expertengruppe eine Übergangsbestimmung zum neuen Geld- und Währungsartikel der Bundesverfassung für unerlässlich. Die vorgeschlagene Norm ordnete die Übertragung von 1400 Tonnen Gold durch die SNB an den Bund an. Ferner bestimmte sie, die Bundesgesetzgebung solle das Eigentum und die Verwendung regeln, «wobei den Kantonen ein angemessener Anteil zusteht». Eine Erwähnung der Solidaritätsstiftung in der Übergangsbestimmung hielt die Expertengruppe nicht für tunlich, da dies die Volksabstimmung über den neuen Geld- und Währungsartikel der Bundesverfassung hätte belasten können.⁴⁴

9.3.3 *Stellungnahme des Bundesrats und Vernehmlassungsverfahren*

Der Bundesrat, der sich am 1. Dezember 1997 mit dem Bericht der Expertengruppe befasste, entschied sich in zwei Punkten für eine Akzentverschiebung: Beim Notenbankauftrag schien ihm die vorgeschlagene Priorisierung der Preisstabilität Befürchtungen zu wecken, dass die SNB ihre Geldpolitik allzu einseitig auf die Preisstabilität ausrichten und die Konjunkturlage nicht genügend berücksichtigen könnte. Er sprach sich daher für die Formulierung aus: «Die Schweizerische Nationalbank führt die Geld- und Währungspolitik im Gesamtinteresse des Landes, wobei das Ziel der Preisstabilität vorrangig ist.» Dieser Entscheid der Landesregierung kam nicht ganz überraschend, hatten doch Vertreter der politischen Linken schon vor der Publikation des Expertenberichts zu polemisieren begonnen, der neue Geld- und Währungsartikel führe zu einer «Entsolidarisierung mit den Arbeitenden» und in der Expertengruppe seien «monetaristische Dogmatiker am Werk» gewesen.⁴⁵ Was die überschüssigen Goldreserven anbetraf, sollte nach dem Willen des Bundesrats vorderhand nur das für die Alimentierung der Solidaritätsstiftung erforderliche Gold aus der Bilanz der SNB ausgegliedert werden. Der Bundesrat sah davon ab, bereits im Rahmen der Reform der Währungsverfassung eine Rechtsgrundlage zur Ausgliederung des nicht mehr benötigten Goldvermögens zu schaffen.

⁴⁴ Expertengruppe «Reform der Währungsordnung» (1997), S.67 ff.

⁴⁵ Strahm (1997), S.1 f.

Im Vernehmlassungsverfahren erwuchs der Aufhebung der Goldbindung des Frankens erwartungsgemäss kein Widerstand, doch schlugen mehrere Teilnehmer vor, das Gold weiterhin in der Verfassung als einen Bestandteil der Währungsreserven zu erwähnen. Die Formulierung des Notenbankauftrags wurde kontrovers beurteilt: Die bürgerlichen Parteien und die Mehrheit der Kantone legten grosses Gewicht darauf, dass der Vorrang der Preisstabilität in der Verfassung erscheine, da er ein wichtiges vertrauensbildendes Element darstelle. Die Sozialdemokratische Partei und die Gewerkschaften dagegen forderten, dass die Ziele Vollbeschäftigung und stabiles Wirtschaftswachstum mindestens ebenbürtig zur Preisstabilität im Notenbankauftrag berücksichtigt würden. Die vom Bundesrat in Aussicht genommene Ausgliederung überschüssiger Goldreserven aus dem Vermögen der SNB fand ein grundsätzlich positives Echo.⁴⁶

9.3.4 Botschaft über einen neuen Geld- und Währungsartikel in der Bundesverfassung

Am 27. Mai 1998 verabschiedete der Bundesrat die Botschaft über einen neuen Geld- und Währungsartikel in der Bundesverfassung zuhanden der eidgenössischen Räte. Ihr Inhalt folgte auf weite Strecken dem Bericht der Expertengruppe «Reform der Währungsordnung». Hauptsächlich in drei Punkten unterschied sich die Bundesratsvorlage vom Vorschlag der Expertengruppe:⁴⁷

- Bei der Formulierung des Notenbankauftrags hielt der Bundesrat an seiner Version fest. In der vorangegangenen Ämterkonsultation hatte sich das Direktorium einer von der Eidgenössischen Finanzverwaltung überraschend beantragten Relativierung des Stabilitätsziels: «[...], wobei das Ziel der *langfristigen* Preisstabilität vorrangig ist» entschieden widersetzt. Es hielt dafür, dieser um des politischen Kompromisses willen vorgeschlagene Wortlaut weiche in seiner Ambivalenz zu sehr vom internationalen Standard ab.
- Gleichzeitig wollte der Bundesrat – als Gegengewicht zur Unabhängigkeit – auch die Pflicht der Nationalbank zur Rechenschaftsablage in die Verfassung aufnehmen (Prinzip der «accountable independence»⁴⁸). Im neuen Geld- und Währungsartikel (Abs. 4) wollte er die SNB daher verpflichten, «dem Bund und der Öffentlichkeit Rechenschaft über die Geld-

46 Botschaft (1998), S. 4021 ff.

47 Botschaft (1998), S. 4017, 4035, 4048, 4071.

48 Lastra (1992), S. 481.

und Währungspolitik» abzulegen. Das Direktorium hatte in der Ämterkonsultation die Aufnahme einer Rechenschaftspflicht in den neuen Verfassungsartikel befürwortet.

- Schliesslich trug die Bundesratsvorlage (in Abs. 5 des Geld- und Währungsartikels) der SNB wiederum auf, die für die Erfüllung ihres Auftrags notwendigen Währungsreserven zu halten. Angesichts des bei der Verfassungsnachführung im Parlament zutage getretenen «Realwertdenkens» (siehe 9.2.4) fügte der Bundesrat im Reformvorschlag ebenfalls den Zusatz an: «[...] einen Teil davon in Gold».

Damit vereinigte der dem Parlament vorgelegte neue Geld- und Währungsartikel jene drei Elemente in sich, die nach internationalen Massstäben eine moderne monetäre Grundordnung ausmachen: klares Mandat der SNB mit Vorrang der Preisstabilität, auftragsbezogene Unabhängigkeit und formelle Rechenschaftspflicht der Zentralbank.

Die Botschaft des Bundesrats legte grosses Gewicht auf eine einlässliche Erläuterung des Notenbankauftrags. Um in der Vernehmlassung vorgetragene Bedenken zu zerstreuen, hob sie – gestützt auf den Begriff «Gesamtinteresse des Landes» – die wirtschaftspolitische Gesamtverantwortung der SNB hervor. Weil die Schweiz eine kleine offene Volkswirtschaft mit einer starken Währung sei, könne es in gewissen Situationen für die Geldpolitik angezeigt sein, dem Wechselkurs vorübergehend eine höhere Bedeutung beizumessen.⁴⁹

9.3.5 *Behandlung im Parlament*

Im Dezember 1998 behandelte der Nationalrat als Erstrat den neuen Geld- und Währungsartikel. Die Debatte war von scharfen Attacken der politischen Linken gegen das Ziel der Preisstabilität im Notenbankauftrag geprägt. Diese Kreise wurden nicht müde, die angeblich zu stark auf die Teuerungsbekämpfung ausgerichtete Politik der SNB für die schweizerischen Wachstumsprobleme der 1990er Jahre verantwortlich zu machen. Dabei glitt die Diskussion mitunter ins Emotionale ab.⁵⁰ Der Nationalrat übernahm jedoch mit klarem Mehr die vom Bundesrat vorgeschlagene Formulierung des Notenbankauftrags; er folgte ihm auch in der übrigen Ausgestaltung des Verfassungsartikels weitest gehend. Hingegen erachtete er – in Übereinstimmung mit der Expertengruppe – eine Ausgliederung der nicht mehr benötigten Währungsreserven aus der SNB nur dann als zulässig, wenn eine explizite Verfassungsnorm zur Abweichung vom verfassungsrechtlichen Gewinnver-

⁴⁹ Botschaft (1998), S. 4036, 4038.

⁵⁰ Amtl. Bull. NR (1998), S. 2723 ff.

teilungsschlüssel geschaffen würde. Er ergänzte daher den vom Bundesrat vorgeschlagenen Verfassungsartikel mit einem sechsten Absatz: «Die Bundesgesetzgebung regelt die Verwendung der im Zeitpunkt des Inkrafttretens dieser Bestimmung für geld- und währungspolitische Zwecke nicht mehr benötigten Währungsreserven und ihrer Erträge».

Der Ständerat schloss sich im März 1999 der Konzeption des Nationalrates materiell vollständig an. In der Debatte betonten mehrere Votanten, dass Preisstabilität ein erstrebenswertes Ziel sei und dieses am besten gewährleistet werden könne, wenn die Geldpolitik in den Händen einer unabhängigen Zentralbank liege.⁵¹ Die vorgeschlagene Auftragsformulierung hatte damit allen Versuchen, das vorrangige Ziel der Preisstabilität aufzuweichen oder zu verschärfen, standgehalten. Die kleine Kammer entschied sodann, die Grundlage zur anderweitigen Verwendung der nicht mehr benötigten Währungsreserven nicht in den Geld- und Währungsartikel, sondern in eine Übergangsbestimmung zur Bundesverfassung einzukleiden.

Als im Juni 1999 die Differenzbereinigung zwischen National- und Ständerat einsetzte, hatte die nachgeführte Bundesverfassung bereits die Volksabstimmung vom 18. April 1999 passiert. Obwohl ursprünglich als «fast track» gedacht, war die separate Reform der Währungsverfassung von der Totalrevision der Bundesverfassung überholt worden. Dem Parlament wurde in diesem Zeitpunkt mit aller Deutlichkeit bewusst, dass sowohl die Nachführungs- als auch die Reformvariante die Goldbindung des Frankens auf Verfassungsstufe aufheben und – nach entsprechenden Anpassungen auf Gesetzesstufe – eine marktnahe Bewertung des Nationalbankgoldes erlauben würden.

In der Junisession schloss sich der Nationalrat zunächst mit knappem Mehr der Version des Ständerates an.⁵² In der Schlussabstimmung vom 18. Juni 1999 nahm der Ständerat den so bereinigten neuen Geld- und Währungsartikel mit 34 zu 6 Stimmen an, wogegen der Nationalrat ihn mit 86 zu 83 Stimmen (bei 9 Enthaltungen) ablehnte.⁵³ Im Nationalrat kumulierten sich die Neinstimmen der Gegner der Preisstabilität im Notenbankauftrag mit jenen der Gegner einer Verfassungsnorm, welche die Zuweisung überschüssiger Goldreserven an die geplante Solidaritätsstiftung erlaubt hätte. Damit war die separate Reform der Währungsverfassung gescheitert. Zahlreiche der im Rahmen dieses Prozesses gewonnenen Erkenntnisse flossen in dessen später in die Totalrevision des Nationalbankgesetzes ein (siehe 9.6).

51 Amtl. Bull. SR (1999), S. 217 ff.

52 Amtl. Bull. NR (1999), S. 1224.

53 Amtl. Bull. SR (1999), S. 598; Amtl. Bull. NR (1999), S. 1403 f.

9.3.6 Würdigung

Die «unheilige Allianz» zwischen Links- und Rechtspartei in der Schlussabstimmung lag darin begründet, dass die Reform der Währungsverfassung und die Solidaritätsstiftung im Parlament und in den Medien vermehrt zusammen diskutiert wurden. Die Gegner der Stiftung wollten die Garantie haben, dass das Solidaritätswerk nicht durch ein einfaches Bundesgesetz geschaffen werden konnte, sondern – weil die Nachführungsvariante keine Rechtsgrundlage zur Ausgliederung überschüssiger Goldreserven enthielt – zwingend einer Volksabstimmung bedurfte. Eine solche Volksabstimmung erwies sich dann in der Tat als nötig (siehe 9.4.4). Die Gegner des Ziels der Preisstabilität sahen die Aufwertung der Goldreserven der SNB mit der nachgeführten Bundesverfassung ohnehin in Griffweite. Sie konnten die separate Reform der Währungsverfassung ablehnen, ohne dass sie die Verwendung der nicht mehr benötigten Währungsreserven für andere öffentliche Aufgaben in Gefahr gebracht hätten.

Die Nationalbank bedauerte, dass die separate Reform der Währungsverfassung gescheitert war. Wegen der fehlenden Präzisierung des Notenbankauftrags ergab sich eine nicht leicht zu nehmende Abweichung vom europäischen Verfassungsstandard. Indessen ging das Direktorium realistischerweise davon aus, dass nun der nachgeführte Art. 99 BV auf absehbare Zeit die Verfassungsgrundlage für die schweizerische Geld- und Währungspolitik bilden würde. Ein erneuter Reformversuch auf Verfassungsstufe schien wenig aussichtsreich. Nicht in Zweifel stand, dass die Nationalbank auch inskünftig eine stabilitätsorientierte Geldpolitik betreiben würde.

9.4 Der Disput um die Verwendung überschüssiger Goldreserven

PETER KLAUSER

9.4.1 Die Idee einer Solidaritätsstiftung

In der zweiten Hälfte der 1990er Jahre wurde die Schweiz unerwartet mit ihrem Verhalten während des Zweiten Weltkriegs konfrontiert. Im Zentrum des Interesses und der Kritik standen dabei die wirtschaftlichen und finanziellen Beziehungen, welche die Schweiz mit den Kriegsparteien unterhalten hatte (siehe 10.5). Die vom damaligen Bundespräsidenten Arnold Koller am 5. März 1997 der Vereinigten Bundesversammlung vorgestellte Idee einer Solidaritätsstiftung sollte «ein echtes Zeichen der Bekräftigung der humanitären Tradition der Schweiz und der Dankbarkeit für das Verschontwerden

in zwei Weltkriegen setzen».⁵⁴ Obwohl ursprünglich von der «Linderung schwerer menschlicher Not im In- und Ausland» als allgemeinem Stiftungszweck die Rede gewesen war, lancierten die Bundesbehörden das Vorhaben später verstärkt als nationales, zukunftsweisendes Projekt. Es war ihnen nämlich nicht entgangen, dass weite Kreise der Bevölkerung die Solidaritätsstiftung als eine unter ausländischem Druck entstandene Geste der nationalen Wiedergutmachung empfanden.

Verschiedene Arbeitsgruppen des Bundes konkretisierten die Stiftungsidee. Die Nationalbank war durch ein Mitglied des Direktoriums in der Arbeitsgruppe «Stiftungsfinanzierung» vertreten. Der Vertreter der SNB setzte sich vor allem dafür ein, dass die Notenbank nicht in die Rolle eines Vermögensverwalters für die Stiftung geriet.⁵⁵ Der Bundesrat gab Ende Juni 1998 den Entwurf eines Gesetzes über die Stiftung solidarische Schweiz in die Vernehmlassung, wo das Vorhaben ein unterschiedliches Echo fand. Während die einen es als Zeichen der Dankbarkeit für 150 Jahre Frieden und Demokratie begrüßten, lehnten andere es aus aussenpolitischen, finanzpolitischen oder prinzipiellen Gründen ab. Von Beginn weg erhob sich starke Kritik über den Zeitpunkt und die Umstände der Projekt lancierung.

9.4.2 *Volksinitiative «Überschüssige Goldreserven in den AHV-Fonds»*

Die Absicht des Bundesrates, das Kapital der Solidaritätsstiftung aus dem Erlös von Goldverkäufen der SNB zu äufnen, veranlasste politische Kreise, welche die Stiftungsidee ablehnten, im Juni 1999 die Volksinitiative «Überschüssige Goldreserven in den AHV-Fonds (Goldinitiative)» einzureichen.⁵⁶ Die Initiative verlangte, die Bundesverfassung (BV) vom 18. April 1999 mit einem Art. 99 Abs. 3a (neu) zu ergänzen. Danach sollten «für geld- und währungspolitische Zwecke nicht mehr benötigte Währungsreserven oder deren Erträge» von der Nationalbank auf den Ausgleichsfonds der Alters- und Hinterlassenenversicherung (AHV) übertragen werden. Die Initianten begründeten ihren Vorstoss im Wesentlichen damit, die überschüssigen Goldreserven der SNB seien von mehreren Generationen des Schweizervolkes angespart worden; als Volksvermögen seien sie zur Sicherung der Alters- und Hinterbliebenenvorsorge in der Schweiz einzusetzen. Der Bundesrat beantragte dem Parlament, die Initiative dem Volk zur Ablehnung zu empfehlen.⁵⁷

54 Zitiert nach Botschaft (2000), S. 3994.

55 SNB, Protokolle des Direktoriums (1997), 18. Juni, Nr. 292; 24. Juli, Nr. 353.

56 BBl 1999 5569.

57 Botschaft (2001), S. 1403 ff.

9.4.3 *Botschaft betreffend die Verwendung von Goldreserven und ein Bundesgesetz über die Stiftung solidarische Schweiz*

Die Parlamentsdebatte über die separate Reform der Währungsverfassung hatte dem Bundesrat vor Augen geführt, dass die Errichtung und Finanzierung der geplanten Solidaritätsstiftung einer besonderen Verfassungsgrundlage bedurfte (siehe 9.3.5). Darum legte er dem Parlament mit einer Botschaft vom 17. Mai 2000 zunächst eine Verfassungsänderung vor, die es dem Gesetzgeber erlauben sollte, die Verwendung des Erlöses aus dem Verkauf der für die Geld- und Währungspolitik nicht mehr benötigten Goldreserven gesondert zu regeln. Der Bundesrat veranschlagte die Höhe der überschüssigen Goldreserven – im Einvernehmen mit dem Direktorium – der Einfachheit halber auf rund die Hälfte des damaligen Gesamtbestandes, d. h. auf 1300 Tonnen Gold. Gestützt auf die vorgeschlagene Übergangsbestimmung zu Art. 99 BV hätte dann mit dem Erlös aus einem Teil der Überschussreserven die Solidaritätsstiftung errichtet werden können. Die SNB nahm bereits in diesem Stadium die Haltung ein, es sei an der Politik, über die Verwendungszwecke der überschüssigen Goldreserven zu entscheiden, und äusserte sich nicht zur Art der Goldverwendung.

Mit derselben Botschaft unterbreitete der Bundesrat den eidgenössischen Räten gleichzeitig den Entwurf für das Bundesgesetz solidarische Schweiz.⁵⁸ Der Gesetzesentwurf umschrieb Zweck und Aufgaben der Stiftung, ihre Organisation, Finanzierung und Vermögensbewirtschaftung. Die Stiftung sollte die Solidarität im In- und Ausland stärken, die Ursachen von Armut, Not und Gewalt bekämpfen und die Betroffenen bei der Gestaltung einer menschenwürdigen Zukunft unterstützen. Im Sinne einer allgemeinen Maxime sollte die Stiftung insbesondere darauf achten, Kindern und Jugendlichen Perspektiven und Entwicklungsmöglichkeiten zu eröffnen. Als Stiftungskapital war eine erste Tranche von 500 Tonnen Nationalbankgold, maximal 7 Mrd. Franken, vorgesehen.⁵⁹

9.4.4 *Parlamentarische Beratung und Volksabstimmung*

Die eidgenössischen Räte modifizierten die Bundesratsvorlage in der Beratung erheblich. Namentlich beschloss die Bundesversammlung, die allgemein gefasste Übergangsbestimmung zur Bundesverfassung so zu konkretisieren, dass sie die Verwendung der geldpolitisch nicht mehr nötigen 1300 Tonnen Gold im Einzelnen regelte. Auf diese Weise konnte die Bundesver-

⁵⁸ Botschaft (2000), S. 4024 ff.

⁵⁹ Botschaft (2000), S. 4002, 4007.

sammlung Volk und Ständen einen Gegenentwurf zur Initiative «Überschüssige Goldreserven in den AHV-Fonds» unterbreiten: Die am 22. März 2002 von den eidgenössischen Räten verabschiedete Übergangsbestimmung zur Bundesverfassung besagte, dass der Erlös aus dem Verkauf von 1300 Tonnen Gold einem rechtlich selbständigen, vom Bundesrat zu errichtenden Fonds zu übertragen sei, das Fondsvermögen in seinem realen Wert erhalten bleiben müsse und seine Ausschüttungen während 30 Jahren je zu einem Drittel an die AHV, an die Kantone und an eine durch das Gesetz zu errichtende Stiftung gehen sollten. In den parlamentarischen Debatten war die Höhe der Währungsreserven, welche die Nationalbank zur Erfüllung ihrer Aufgaben nach Aufhebung der Goldbindung des Frankens beanspruchte (und die den Umfang der freigegebenen Goldreserven bestimmte), zur Befriedigung der SNB nicht ernsthaft angezweifelt worden.

Nach einem heftigen Abstimmungskampf nahm der Souverän in der Abstimmung vom 22. September 2002 weder die Volksinitiative «Überschüssige Goldreserven in den AHV-Fonds» noch den Gegenvorschlag der Bundesversammlung «Gold für AHV, Kantone und Stiftung» an. Die Goldinitiative erzielte 47,6% und der Gegenvorschlag 48,2% Jastimmen. Bei der Stichfrage hätten sich 52,0% für den Gegenentwurf ausgesprochen.⁶⁰ Der Geld- und Währungsartikel der nachgeführten Bundesverfassung (Art. 99) blieb somit inhaltlich unverändert. Die Frage der Verwendung der überschüssigen Goldreserven war wieder offen. Die freien Aktiven verblieben vorderhand in der Bilanz der Nationalbank, und die Erträge aus den investierten Goldverkaufserlösen flossen in die ordentliche Erfolgsrechnung ein. Die Nationalbank erachtete indessen eine Ausgliederung der nicht mehr benötigten Reserven nach wie vor als wünschbar, um Interessenkonflikte zwischen der Geldpolitik und der Vermögensverwaltung für Dritte zu vermeiden.

9.4.5 Politische Vorstösse zur Goldverwendung und Volksinitiative «Nationalbankgewinne für die AHV» (KOSA-Initiative)

Nach dem doppelten Nein vom 22. September 2002 wurde eine Vielzahl politischer Vorstösse zur Verwendung der überschüssigen Goldreserven in Form von Motionen, Interpellationen, parlamentarischen Initiativen und Standesinitiativen unternommen. Die Vorschläge reichten vom Schuldenabbau der öffentlichen Hand über die Verwendung des Goldvermögens für die AHV, die Bildung und Forschung sowie die Familie bis hin zur Schaffung von Mietwohnraum und zur gesamtschweizerischen Erhöhung der Kinder-

⁶⁰ Botschaft (2003), S. 6139.

zulagen.⁶¹ Sie legten beredtes Zeugnis ab von der hohen Kreativität, die Politiker entfalten können, wenn es um die Verteilung von Geldern geht. Das Direktorium indes bekräftigte seine bereits früher eingenommene Haltung, zum Verwendungszweck des Goldvermögens nicht Stellung zu nehmen, sondern diesen Entscheid der Politik zu überlassen.

Ein zusätzliches Element in die Diskussion um die Verwendung der Freien Aktiven brachte die Volksinitiative «Nationalbankgewinne für die AHV» (KOSA-Initiative), die im Oktober 2002 eingereicht wurde.⁶² Die Initiative sah vor, den Reingewinn der Nationalbank – abzüglich 1 Mrd. Franken pro Jahr für die Kantone – an den AHV-Fonds auszuschütten. Zwar bezog sich die Initiative gemäss Aussage der Initianten nicht auf das Goldvermögen, sondern auf die laufenden Erträge der SNB aus der Bewirtschaftung ihrer Aktiven. Dennoch stellte sich die Frage, ob im Fall der Annahme der Initiative der Begriff «Reingewinn der Nationalbank» das Goldvermögen mit einschliessen würde oder nicht. In jedem Fall aber stellte die Initiative für Bund und Kantone eine Bedrohung ihrer finanziellen Interessen dar; bei einer Annahme standen für sie vom Zeitpunkt des Inkrafttretens der Initiative bis zum Ablauf der Gewinnausschüttungsvereinbarung 2002 (siehe 8.4.5) erhebliche jährliche Einnahmen auf dem Spiel. Ausserdem war absehbar, dass es bei Annahme der Initiative schwierig werden würde, die Substanz oder den Ertrag des Goldvermögens anderen Zwecken als der AHV zukommen zu lassen, sollte bis dahin die Frage der Goldverwendung nicht geklärt sein.

Die Nationalbank stand der KOSA-Initiative, wenn auch aus anderen Gründen, ebenfalls negativ gegenüber und machte diese Auffassung öffentlich bekannt: Sie sah ihre Unabhängigkeit gefährdet, falls ein sozialpolitisches Ziel – die Finanzierung der AHV – Eingang in den Notenbankartikel der Verfassung finden würde. Weil die Initianten von völlig unrealistischen Gewinnschätzungen ausgingen («dauerhafte Ausschüttungen von gut 3 Mrd. pro Jahr»), sah das Direktorium die Gefahr, dass bei Finanzierungsproblemen der AHV politischer Druck auf die SNB ausgeübt werden könnte, ihre Ausschüttungen zugunsten der AHV zu erhöhen. Die Konflikte müssten sich zwangsläufig verschärfen, wenn dereinst die Ausschüttungen der Nationalbank auf das langfristige Ertragspotenzial von rund 1 Mrd. Franken ermässigt würden (siehe 8.4.5), weil dann vom Nationalbankgewinn nichts mehr für die AHV übrig bliebe.

61 Dazu im Einzelnen: Botschaft (2003), S. 6142.

62 BBl 2002 7328.

9.4.6 Botschaft zur Verwendung von 1300 Tonnen Gold und zur KOSA-Initiative

Nach Prüfung verschiedener Optionen fielte der Bundesrat Ende Januar 2003 den Grundsatzentscheid, dass die Erträge aus den 1300 Tonnen Gold, welche die SNB für die Geldpolitik nicht mehr benötigte, zu zwei Dritteln den Kantonen und zu einem Drittel dem Bund zukommen sollten. Dabei sollte das Goldvermögen in seiner Substanz real erhalten bleiben und zur Bewirtschaftung an einen externen Fonds übertragen werden. Bei diesem Entscheid liess sich der Bundesrat wesentlich von einer VOX-Analyse der Abstimmungsergebnisse vom 22. September 2002 leiten, die darauf hindeutete, dass weite Kreise der Bevölkerung die reale Substanzerhaltung des Goldvermögens unterstützten.⁶³

Die Nationalbank, die im Vorfeld dieses Entscheids konsultiert worden war, betonte ihr Anliegen, von der Verwaltung der Freien Aktiven möglichst bald entbunden zu werden. Deshalb hätte sie es vorgezogen, wenn die Vermögenssubstanz nach Abschluss der Goldverkäufe direkt gemäss geltendem Verteilschlüssel an Bund (ein Drittel) und Kantone (zwei Drittel) ausgeschüttet worden wäre. Diese verfassungs- und gesetzeskonforme Lösung hätte die SNB rasch und vollständig von der Aufgabe als Vermögensverwalterin der öffentlichen Hand entlastet, und die Freien Aktiven der SNB wären nicht länger Spielball parteipolitischer Interessen gewesen.

In der Folge unterbreitete der Bundesrat dem Parlament mit einer Botschaft vom 20. August 2003 zwei separate Vorlagen: einen Entwurf für eine Verfassungsgrundlage zur Verwendung von 1300 Tonnen Nationalbankgold sowie einen Bundesbeschluss über die Volksinitiative «Nationalbankgewinne für die AHV».⁶⁴ Nach dem Vorschlag des Bundesrats sollte der Erlös aus dem Verkauf von 1300 Tonnen Gold der SNB einem rechtlich selbständigen, vom Bundesrat zu errichtenden Fonds übertragen, das Fondsvermögen in seinem realen Wert erhalten bleiben und dessen Ertrag während 30 Jahren zu einem Drittel an den Bund und zu zwei Dritteln an die Kantone ausgeschüttet werden. Das Fondsvermögen sollte nach Ablauf von 30 Jahren im gleichen Verhältnis an den Bund und die Kantone gehen, falls Volk und Stände bis dahin keine Weiterführung oder Änderung beschliessen würden. Mit der realen Substanzerhaltung – d. h. der jährlichen Aufstockung des Vermögens im Ausmass der Teuerung – wollte der Bundesrat sicherstellen, dass das über Jahrzehnte hinweg angesparte Goldvermögen auch künftigen Generationen noch

⁶³ Botschaft (2003), S. 6139 f.

⁶⁴ Botschaft (2003), S. 6133 ff.

zur Verfügung stehe. Dafür hielt er eine spezielle Verfassungsgrundlage für notwendig.⁶⁵

Die Volksinitiative «Nationalbankgewinne für die AHV» empfahl der Bundesrat ohne Gegenvorschlag zur Ablehnung. Nach seinem Dafürhalten hätte sie die gewünschte Wirkung – die langfristige Sanierung der AHV – ohnehin nicht erreichen können. Zudem erachtete auch der Bundesrat die Verankerung eines Finanzierungsziels für die AHV im Verfassungsartikel über Geld und Währung als Risiko für die Unabhängigkeit der Notenbank.⁶⁶

9.4.7 *Behandlung im Parlament*

Die Chancen, dass das vom Bundesrat vorgeschlagene Konzept von Substanzerhaltung, Bewirtschaftung durch einen Fonds und Ertragsausschüttung nach geltendem Verteilschlüssel in beiden Kammern der Bundesversammlung eine Mehrheit fände, wurden von Beginn weg nicht allzu hoch eingeschätzt. Die Interessen der Kantone, die nach dem doppelten Nein des Volkes mehr anstrebten als eine blossе Ausschüttung der Vermögenserträge, und jene grosser Parteien, welche die Finanzierung der populären AHV bevorzugten, lagen zu weit auseinander.

Im Juni 2004 befasste sich der Nationalrat als Erstrat mit den beiden Vorlagen. Er beschloss, von den realen Erträgen aus dem Verkaufserlös der überschüssigen Goldreserven zwei Drittel der AHV und ein Drittel den Kantonen zukommen zu lassen. Sodann stellte er der KOSA-Initiative einen Gegenentwurf in Form der hälftigen Aufteilung der künftigen Nationalbankgewinne auf die AHV und die Kantone gegenüber.⁶⁷ Die SNB, die von der vorberatenden Kommission ebenfalls angehört worden war, hatte sich vergeblich gegen die Verknüpfung der Nationalbankgewinne mit der Finanzierung eines Sozialwerks ausgesprochen und darauf hingewiesen, dass eine solche in keiner Währungsverfassung eines OECD-Landes anzutreffen war.

Der Ständerat entschied im September 2004, auf die Verfassungsvorlage des Bundesrates zur Substanzerhaltung des Golderlöses nicht einzutreten. Damit lehnte er indirekt auch den vom Nationalrat beschlossenen, geänderten Verteilschlüssel für die realen Erträge aus dem Goldvermögen ab. Ebenfalls Nein sagte der Ständerat zur KOSA-Initiative, die er ohne Gegenvorschlag zur Ablehnung empfahl.⁶⁸

65 Botschaft (2003), S. 6149 ff., 6175.

66 Botschaft (2003), S. 6160 ff., 6176.

67 Amtl. Bull. NR (2004), S. 948, 966, 976.

68 Amtl. Bull. SR (2004), S. 500 ff.

In der Dezember-Session 2004 hielt zunächst der Nationalrat an seinem früheren Beschluss fest, auf die Vorlage des Bundesrates zur Verwendung der überschüssigen Goldreserven einzutreten. Ferner beharrte er auf seinem Gegenvorschlag zur Initiative «Nationalbankgewinne für die AHV». ⁶⁹ Schon tags darauf, am 16. Dezember 2004, bestätigte der Ständerat seinen Beschluss auf Nichteintreten. ⁷⁰ Damit war auch der zweite Versuch der Politik, die nicht mehr benötigten Goldreserven der SNB einer anderweitigen Bestimmung zuzuführen, gescheitert, mithin ein «demokratiepolitisches Trauerspiel» (Bundesrat Hans-Rudolf Merz) ⁷¹ zu Ende gekommen.

9.4.8 Rasche Ausschüttung des überschüssigen Goldvermögens

Mit seinem zweiten Nichteintretensentscheid hatte der Ständerat die Erwartung zum Ausdruck gebracht, dass nun die nicht mehr benötigten Goldreserven der Nationalbank, gestützt auf das geltende Recht, als Gewinn an Bund und Kantone auszuschütten seien. In der Tat stellte auch der Erlös aus dem Verkauf des nicht mehr benötigten Goldes – dieser Verkauf war Ende 2004 bis auf eine Menge von 64,1 Tonnen abgeschlossen – letztlich «ausschüttbarer Gewinn» im Sinne von Art. 30 Abs. 2 des Nationalbankgesetzes dar. Die SNB hatte zwar dieses Vermögen bis anhin in ihrer Bilanz zurückgehalten und die Erträge ausgeschüttet. Dieses Vorgehen schien ihr aber nur so lange gerechtfertigt, als eine Vorlage zur anderweitigen Verwendung des Goldvermögens in der parlamentarischen Debatte stand.

Der Nichteintretensentscheid des Ständerats vom 16. Dezember 2004 liess nur den Schluss zu, dass eine erneute Goldverwendungsvorlage im Parlament kaum mehrheitsfähig gewesen wäre. Am 2. Februar 2005 trug der Bundesrat den politischen Realitäten Rechnung und entschied, dass das Goldvermögen zu zwei Dritteln an die Kantone und zu einem Drittel an den Bund auszuschütten sei. Den Zeitpunkt der Ausschüttung liess er noch offen; die Kantone drängten jedoch auf eine möglichst baldige Auszahlung. Ende Februar 2005 kam es zum Abschluss einer besonderen Vereinbarung zwischen Eidgenössischem Finanzdepartement und SNB, welche die Ausschüttung des Erlöses aus dem Verkauf von 1300 Tonnen Gold – konkret eines Betrags von 21,1 Mrd. Franken – regelte. Die Nationalbank schüttete die Mittel aus dem Jahresergebnis 2004 in zehn Tranchen zwischen Anfang Mai und Mitte Juli 2005 aus. ⁷²

⁶⁹ Amtl. Bull. NR (2004), S. 2090, 2103.

⁷⁰ Amtl. Bull. SR (2004), S. 908 ff.

⁷¹ Amtl. Bull. SR (2004), S. 911.

⁷² Hildebrand und Jordan (2005), S. 29.

Die rasche Ausschüttung der Erlöse aus dem Goldverkauf befreite die Nationalbank von ihrer problematischen Doppelrolle als geldpolitische Behörde einerseits und als Vermögensverwalterin für Dritte andererseits. Der Verteilungskampf um die überschüssigen Goldreserven, der sich fast acht Jahre hingezogen hatte, zeigte in beklemmender Weise auf, dass der politische Apparat der Schweiz nicht fähig war, dieses begrenzte Sachproblem innert vernünftiger Frist einer Lösung zuzuführen. Die Ausschüttung des Goldvermögens an die früheren und den heutigen Monopolgeber der Notenbank wurde daher weit herum mit Erleichterung aufgenommen. Geflügelte Worte wie jene vom «Fluch des Goldsegens» oder vom «Tanz ums goldene Kalb» hatten dieses Kapitel der neueren Notenbankgeschichte geprägt.

9.4.9 Volksabstimmung über die KOSA-Initiative

Die Volksinitiative «Nationalbankgewinne für die AHV» (KOSA-Initiative) war 2005 während mehrerer Monate in den eidgenössischen Räten blockiert. Ende Oktober 2005 brachten die Bundesratsparteien einen zwischen ihnen abgesprochenen Vorschlag in die vorberatende Kommission des Nationalrats ein. Danach sollte der Bundesanteil am Erlös aus dem Verkauf der überschüssigen Goldreserven der SNB (rund 7 Mrd. Franken) in den AHV-Ausgleichsfonds fließen. In der Folge entwarf die Kommission ein «Bundesgesetz über die Verwendung des Bundesanteils am Nationalbankgold». Das Gesetz war als indirekter Gegenvorschlag zur KOSA-Initiative gedacht; sein Inkrafttreten wurde vom Scheitern dieses Volksbegehrens an der Urne abhängig gemacht. In der Dezember-Session 2005 verabschiedeten die Räte dieses Bundesgesetz, wobei sie zudem mit Mehrheitsentscheidungen beschlossen, Volk und Ständen zu empfehlen, die KOSA-Initiative abzulehnen.

Nun war das Feld offen für den Abstimmungskampf, der vom Frühjahr 2006 an mit zunehmender Heftigkeit geführt wurde. Um die Initianten scharte sich die vereinigte Linke, d.h. Gewerkschaften, Sozialdemokraten und Grüne. Eine aus über 140 National- und Ständeräten gebildete Allianz der bürgerlichen Parteien trat gemeinsam gegen die KOSA-Initiative an. Sie wurde unterstützt von den Organisationen der Wirtschaft und den Finanzdirektoren der Kantone. Auch die Nationalbankspitze nahm mit deutlichen Worten gegen die Initiative Stellung. Die Initianten hatten zwar die Nationalbank aufgefordert, sich aus dem Abstimmungskampf herauszuhalten.⁷³ Die Bankleitung fühlte sich jedoch verpflichtet, aus Gründen der Faktentreue

73 SNB, Protokoll der Generalversammlung (2006), S.5 (Votum NR Rudolf Rechsteiner).

immer wieder öffentlich darzulegen, dass die Initiative ein unrealistisches Bild des Gewinnpotenzials der SNB vermittele und schwerwiegende Risiken für die Unabhängigkeit der Notenbank schaffe.⁷⁴ So wies der Präsident des Direktoriums, Jean-Pierre Roth, u. a. darauf hin, dass die Finanzmärkte bei Annahme der KOSA-Initiative mit einer aggressiveren Politik davon überzeugt werden müssten, dass die SNB gewillt sei, langfristig die Preisstabilität zu sichern.⁷⁵

In der eidgenössischen Abstimmung vom 24. September 2006 wurde die KOSA-Initiative mit 41,7% Ja gegen 58,3% Nein bei einer überdurchschnittlich hohen Stimmbeteiligung deutlich abgelehnt. Lediglich die Kantone Basel-Stadt, Genf und Tessin verzeichneten knappe Ja-Mehrheiten. Weite Kreise werteten das klare Nein des Souveräns als Bekenntnis zu einer unabhängigen Geld- und Währungspolitik. Die Nationalbank nahm das Ergebnis mit Befriedigung zur Kenntnis, konnte sie ihre stabilitätsorientierte Politik nun doch unter unveränderten Voraussetzungen weiterführen.

9.5 Neues Währungs- und Zahlungsmittelgesetz

PETER KLAUSER

9.5.1 Einleitung

Bereits während der parlamentarischen Behandlung der Verfassungsnachführung und der separaten Reform der Währungsverfassung hatten die Vorarbeiten für die Bundesgesetzgebung eingesetzt, welche die Abkehr von der Goldbindung des Frankens umsetzen sollte. Die Expertengruppe «Reform der Währungsordnung» legte dem Eidgenössischen Finanzdepartement im Herbst 1998 den Entwurf eines neuen Bundesgesetzes über die Währung und die Zahlungsmittel (WZG) mitsamt erläuterndem Bericht vor.⁷⁶ Sie erfüllte damit den zweiten Teil ihres Mandats (siehe 9.3.1).

Die Schaffung eines neuen Gesetzes drängte sich aus zwei Gründen auf: Zum einen unterteilte die neue Bundesverfassung (BV) die Materie «Geld und Währung» nicht mehr in einen Münz- und einen Notenbankartikel. Die bis anhin gültige, an der stofflichen Ausprägung des Bargelds orientierte Systematik der Bundesgesetzgebung – Münzgesetz in Ausführung von Art. 38

⁷⁴ Siehe etwa NZZ (2006a); Roth (2006), S. 6.

⁷⁵ NZZ (2006b).

⁷⁶ Expertengruppe «Reform der Währungsordnung» (1998), S. 2 ff., 30.

der alten Bundesverfassung (aBV) und Nationalbankgesetz (aNBG) in Ausführung von Art. 39 aBV – war damit nicht mehr haltbar. Die herkömmliche Regelung der Schweizer Währung im Münzgesetz liess sich ohnehin nur noch historisch, aus der Epoche der Kurantmünzen heraus, erklären. Schon seit langem entfaltete die rechtliche Ordnung der Währung weit über das Münzwesen hinausreichende Folgen, indem das gesamte in der Landeswährung ausgedrückte Geld Objekt der Geld- und Währungspolitik war. Daher schien es folgerichtig, die Eigenheiten der schweizerischen Währung in einem umfassenden neuen Erlass zu regeln.

Zum anderen sprachen auch praktische Erwägungen für eine Konkretisierung des Münz- und Notenwesens in einem einzigen Erlass. Bis anhin hatte der Bürger seine Rechte als Inhaber von Banknoten und Münzen in einem Gestrüpp verschiedener Erlasse mühsam zusammensuchen müssen. Nunmehr sollten alle Normen über die Zahlungskraft des staatlichen Geldes sowie die Rechte der Inhaber dieser Zahlungsmittel in einem einzigen Gesetz erscheinen, das alle publikumsrelevanten Eigenschaften von Währung und staatlichem Geld regeln würde.⁷⁷

9.5.2 Gesetzesentwurf der Expertengruppe und Vernehmlassungsverfahren

Der von der Expertengruppe vorgelegte Entwurf setzte die Aufhebung der Goldbindung des Frankens auf der Gesetzesstufe um; er umfasste fünf Abschnitte mit knappen zwölf Artikeln. Der 1. Abschnitt definierte die schweizerische Währungseinheit und umschrieb die gesetzlichen Zahlungsmittel. Die Münzordnung (2. Abschnitt) und die Notenordnung (3. Abschnitt) regelten zur Hauptsache die Zuständigkeiten von Bundesrat, Finanzdepartement und Nationalbank bei der Ausübung der Bargeldmonopole. Der 4. Abschnitt befasste sich mit den Sichtguthaben bei der SNB, und im 5. Abschnitt wurden die verschiedenen Strafnormen zum Schutz des Münz- und Notenmonopols zusammengefasst. Der WZG-Entwurf ersetzte das frühere Münzgesetz vollständig und übernahm aus dem Nationalbankgesetz von 1953 die Bestimmungen über die Banknoten (Art. 17–23 aNBG). Dieser Regelungsansatz erlaubte es später, den Inhalt des neuen Nationalbankgesetzes (NBG) auf die ausserhalb des Bargeldverkehrs liegenden Aufgaben der Nationalbank, ihre geld- und währungspolitischen Instrumente sowie die Organisationsnormen zu konzentrieren (siehe 9.6).

Die Expertengruppe erwo, verwarf aber dann den Vorschlag, dass im Rahmen der Ausführungsgesetzgebung zu Art. 99 Abs. 1 BV der National-

77 Expertengruppe «Reform der Währungsordnung» (1998), S. 7 f.

bank auch das Münzmonopol übertragen werde. Damit wäre der SNB zwar die direkte Kontrolle der gesamten staatlichen Geldschöpfung ermöglicht worden. Der Bund wollte jedoch – wie seine Vertreter in der Expertengruppe darlegten – den Gewinn aus der Münzausgabe (Seigniorage) nicht zu zwei Dritteln an die Kantone abtreten, wie dies entsprechend der Gewinnverteilungsregel von Art. 99 Abs. 4 BV geschehen wäre. Die SNB ihrerseits hatte das Münzmonopol auch nicht aktiv angestrebt. Das Wertverhältnis zwischen den umlaufenden Münzen und den Banknoten betrug Ende 1999 etwa 1:14, womit das Münzmonopol des Bundes faktisch kein Problem für die Führung der schweizerischen Geldpolitik darstellte.

Der Bundesrat erachtete den Gesetzesentwurf und den Kommentar der Expertengruppe als geeignete Grundlage für eine parlamentarische Vorlage. Im Vernehmlassungsverfahren, das von Ende Oktober 1998 bis Mitte Januar 1999 dauerte, wurde der Entwurf der Expertengruppe ebenfalls sehr gut aufgenommen. Materielle Änderungswünsche brachten lediglich der Numismatik nahe stehende Kreise vor, die kritisierten, dass die Annahmepflicht für Gedenk- und Anlagemünzen inskünftig nicht mehr für jedermann gelten, sondern sich auf die Nationalbank und die öffentlichen Kassen des Bundes beschränken sollte. Sie befürchteten eine Abschwächung der Nachfrage nach solchen Münzen, wenn deren Eignung als Zahlungsmittel geschmälert würde.⁷⁸

9.5.3 Botschaft zum WZG und Grundzüge des Gesetzes

Am 26. Mai 1999 verabschiedete der Bundesrat die Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Währung und die Zahlungsmittel. Die Gesetzesvorlage erfuhr gegenüber dem Expertenentwurf bloss eine geringfügige begriffliche Präzisierung. Die Vorlage hielt aber an der beschränkten Annahmepflicht für Gedenk- und Anlagemünzen, die im Publikum über einen wesentlich geringeren Bekanntheitsgrad verfügen als die Umlaufmünzen, im Interesse der Rechtssicherheit fest.⁷⁹

Wie sein Titel besagt, normiert das WZG zunächst die «Währung», d. h. das Geld in seiner abstrakten Funktion als Rechnungs- bzw. Standardwerteinheit.⁸⁰ Art. 1 WZG bestimmt die schweizerische Währungseinheit (Name und Einteilung). Zwei Eigenheiten des Erlasses verdienen es, besonders erwähnt zu werden: Im Unterschied zu ausländischen Währungs-

78 Botschaft (1999), S. 7266.

79 Botschaft (1999), S. 7269 f.

80 Schar-Schuppisser (1989), S. 71 ff.

gesetzen enthält das WZG keine Regeln zur Bestimmung des nationalen Währungssystems. In einer ökonomisch-funktionalen Betrachtung kommt darin die Offenheit des Gesetzgebers für zwei verschiedene Grundoptionen in der Geld- und Währungspolitik zum Ausdruck: Die SNB sollte Binnenwertstabilität – verstanden als Preisstabilität – anstreben können über die Kontrolle monetärer Grössen oder aber Aussenwertstabilität über die Anbindung des Wechselkurses des Frankens an eine andere Währung bzw. einen Währungskorb.⁸¹ Bewusst sah der WZG-Entwurf davon ab, die Verfahren und Zuständigkeiten zur Bestimmung des Aussenwerts der Währung zu regeln für den Fall, dass eine Wechselkursbindung des Frankens – beispielsweise an den Euro – gewählt würde. Ein Regelungsmuster hätte sich zwar im Recht der Europäischen Union gefunden, wo der Rat der Wirtschafts- und Finanzminister auf Empfehlung der Europäischen Zentralbank (EZB) oder der Kommission und nach Anhörung der EZB förmliche Vereinbarungen über ein Wechselkurssystem für den Euro gegenüber Drittländwährungen treffen kann (Art. 111 Abs. 1 Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft). Der Bundesrat bekannte jedoch in seiner Botschaft freimütig die Schwierigkeit, Kriterien oder eine ausformulierte Kompetenzordnung für den konkreten System-Entscheid betreffend feste oder flexible Wechselkurse vorzulegen, «solange das Verhältnis der Schweiz zur Europäischen Währungsunion offen bleibt».⁸² Die SNB teilte diese pragmatische Haltung.

Das WZG berücksichtigt sodann die Tatsache, dass das Geld in seiner konkreten Gestalt als «Zahlungsmittel» im Laufe des 20. Jahrhunderts einen tief greifenden Wandel durchlaufen hatte. Von vornherein stand fest, dass die privat emittierten Zahlungsmittel – u. a. Checks, Garantie- und Zahlungskarten, Bank- und Postkontoguthaben, elektronisches Geld – nicht Gegenstand einer Regelung im WZG sein konnten. Die Ausgabe solcher Zahlungsmittel bleibt in einer freien Wirtschaft dem Spiel der Marktkräfte überlassen. Das WZG befasst sich ausschliesslich mit dem Geld, das vom Staat bzw. der Zentralbank ausgegeben wird und mit dem der Schuldner eine Geldschuld mit rechtlich befreiender Wirkung erfüllen kann (gesetzliche Zahlungsmittel).⁸³ Es regelt die – je nach Art des gesetzlichen Zahlungsmittels differenziert ausgestaltete – Annahmepflicht des Gläubigers einer auf Schweizer Franken lautenden Geldschuld. Neben schweizerischen Banknoten und Münzen

81 Klauser (2000), S. 21.

82 Botschaft (1999), S. 7264.

83 Klauser (2000), S. 23 f.

erklärt das Gesetz – im Sinne einer Neuerung – auch die auf Franken lautenden Sichtguthaben bei der SNB zu gesetzlichen Zahlungsmitteln (Art. 2 WZG). Entscheidend für die Expertengruppe war, dass Sichtguthaben bei der Zentralbank jederzeit problemlos in Banknoten (oder Münzen) umgetauscht werden können und keinem Solvenzrisiko unterliegen.⁸⁴ Alle Personen, die über ein Sichtkonto bei der SNB verfügen, sind verpflichtet, die Gutschrift auf diesem Konto unbeschränkt an Zahlung zu nehmen (Art. 3 Abs. 3 WZG). Allerdings haben nur Träger des Zahlungsverkehrs einen Anspruch auf ein solches Sichtkonto (Art. 10 WZG).

Mit den Strafbestimmungen im Bereich der gesetzlichen Zahlungsmittel verfolgt das WZG den Schutz unterschiedlicher Rechtsgüter. Banknoten und Münzen geniessen aufgrund des staatlichen Ausgabemonopols und ihrer gesetzlichen Zahlungskraft in besonderem Masse das Vertrauen der Öffentlichkeit. Deshalb wird die ungehinderte Ausübung des Münzmonopols durch den Bund und des Notenmonopols durch die SNB strafrechtlich geschützt (Art. 11 WZG). Dem verstärkten Schutz der Sicherheit des Bargeldverkehrs wiederum dient eine im Anhang zum WZG vorgenommene Änderung des Strafgesetzbuchs (StGB), die das Nachmachen von Banknoten und Münzen ohne Fälschungsabsicht, aber mit der Gefahr einer Verwechslung mit echten Noten bzw. Münzen betrifft (Art. 243 StGB).⁸⁵

Im Zuge der Abkehr von der Goldbindung des Frankens fiel auch eine Reihe von Bestimmungen des alten Nationalbankgesetzes dahin; sie wurden nicht mehr in die Notenordnung des WZG (Art. 7–9) übernommen. Es handelte sich im Wesentlichen um die Vorschrift zur Deckung von wenigstens 25% des Notenumlaufs durch Gold (Art. 19 aNBG) sowie die Ausführungsbestimmungen zu Einlösungspflicht und Goldparität (Art. 20–22 aNBG).

9.5.4 *Behandlung im Parlament*

In der parlamentarischen Beratung warf das WZG, das weitgehend als technischer Erlass verstanden wurde, keine hohen Wellen. Die politische Linke benutzte die Eintretensdebatte des Nationalrats allerdings dazu, Bundesrat und SNB dafür zu kritisieren, dass erst jetzt die nötigen Massnahmen zur Aufhebung der Goldbindung des Frankens getroffen würden; wegen des Goldpreistrückgangs in den vorangegangenen Jahren sei dadurch Volksvermögen verschleudert worden.⁸⁶

⁸⁴ Giovanoli (1993), S. 110 ff.

⁸⁵ Zum Ganzen: Klauser (2000), S. 27 f.

⁸⁶ Amtl. Bull. NR (1999), S. 2026 ff.

Der Nationalrat erörterte das WZG Anfang Oktober 1999, wobei er den Gesetzesentwurf nahezu unverändert beliess. Er lehnte nur die vom Bundesrat vorgeschlagene Ablösung der verwaltungsrechtlichen Bewilligungspflicht für das Herstellen oder Einführen münzähnlicher Gegenstände durch eine direkte Strafnorm gegen das Nachmachen von verwechslungsfähigen Münzen ohne Fälschungsabsicht ab. Diese Änderung war eigentlich als Liberalisierungsschritt gedacht gewesen. Eine Ratsmehrheit befürchtete indes, das Strafbarkeitsrisiko erschwere es Kantonen, Gemeinden und Privaten, zur Feier wichtiger Ereignisse Gedenk- oder Jubiläumsmedaillen herauszugeben.

Der Ständerat dagegen folgte in der Dezember-Session 1999 der Vorlage des Bundesrates vollumfänglich; mit einer leichten Textänderung wollte er zudem die Möglichkeit zur Privatisierung der eidgenössischen Münzstätte offen halten.⁸⁷ In der Differenzbereinigung schloss sich der Nationalrat ohne Wenn und Aber der Version des Ständerates an, und bereits am 22. Dezember 1999 verabschiedeten die beiden Räte das WZG mit grossem Mehr.⁸⁸

9.5.5 Würdigung

Das WZG trat am 1. Mai 2000 in Kraft. Auf das gleiche Datum erliess der Bundesrat eine Verordnung über die Aufhebung währungsrechtlicher Erlasse, die noch aus der Zeit der Goldwährung stammten: Konkret fielen der Bundesratsbeschluss vom 29. Juni 1954 betreffend den gesetzlichen Kurs der Banknoten und die Aufhebung ihrer Einlösung in Gold sowie der Bundesratsbeschluss vom 9. Mai 1971 über die Festsetzung der Goldparität des Frankens (siehe 9.1.3) als Folge des Inkrafttretens des WZG dahin. Damit war – nach der Nachführung der Verfassungsgrundlage über die Geld- und Währungspolitik (Art. 99 BV) – der zweite Baustein zur Reform der schweizerischen Geld- und Währungsordnung gesetzt. Gleichzeitig war die rechtliche Voraussetzung für künftige Goldverkäufe der SNB geschaffen. In der Bilanz per 1. Mai 2000 bewertete die SNB ihren Goldbestand zu Marktpreisen, woraus ein Buchgewinn von 27,7 Mrd. Franken resultierte.⁸⁹ Dieser bildete das sichtbare Zeichen dafür, dass das Gold der SNB nunmehr demontisiert und zu einem Aktivum neben anderen geworden war. Ferner erliess der Bundesrat auf den 1. Mai 2000 auch eine an Inhalt und Systematik des

87 Amtl. Bull. SR (1999), S. 1041 ff.

88 Amtl. Bull. NR (1999), S. 2506; Amtl. Bull. SR (1999), S. 1205.

89 SNB, 93. Geschäftsbericht 2000, S. 87, 89.

WZG angepasste Münzverordnung. Sie führte unter anderem die Rolle der SNB als Zentralstelle für die Münzversorgung näher aus.

9.6 Totalrevision des Nationalbankgesetzes

HANS KUHN

9.6.1 Einleitung

Die Expertengruppe, die das Eidgenössische Finanzdepartement (EFD) im April 1997 mit der Ausarbeitung von Vorlagen für die Reform der Geld- und Währungsordnung betraute (siehe 9.3.1), hatte als dritten Teil ihres Mandats den Auftrag erhalten, einen Botschaftsentwurf zur Revision des Nationalbankgesetzes auszuarbeiten. Nach dem Scheitern der separaten Reform der Währungsverfassung erlangten diese Arbeiten zusätzliche Bedeutung. Insbesondere war der in Art. 99 Abs. 2 der Bundesverfassung (BV) sehr allgemein umschriebene Auftrag der Notenbank auf Gesetzesstufe zu konkretisieren (siehe 9.2.5). Das war auch deshalb notwendig, weil die im Rahmen der Nachführung der Bundesverfassung festgeschriebene Unabhängigkeit der Nationalbank auf einen konkreten Auftrag zu beziehen war, sollte sie fassbare Konturen erhalten.

Das alte Gesetz vom 23. Dezember 1953 (aNBG), das am 1. Juli 1954⁹⁰ das erste Nationalbankgesetz vom 6. Oktober 1905⁹¹ ersetzt hatte, bedurfte auch aus anderen Gründen dringend einer umfassenden Überholung. Die gesetzliche Regelung des Instrumentariums entsprach immer weniger der gelebten Praxis. Im Gesetz dominierten die hoheitlichen Instrumente, insbesondere nachdem 1978 im Rahmen einer Teilrevision das notrechtliche Instrumentarium (Mindestreserven, Emissionskontrolle, Massnahmen zur Abwehr von Geldern aus dem Ausland) in das ordentliche Gesetzesrecht übergeführt worden war.⁹² Seit den 1980er Jahren waren diese Instrumente jedoch nicht mehr eingesetzt worden. Die zur Umsetzung der Geldpolitik viel wichtigeren rechtsgeschäftlichen Instrumente waren im alten Nationalbankgesetz zwar bis in die Einzelheiten geregelt. Diese hohe Regelungsdichte hatte jedoch den Nachteil, dass die SNB den Entwicklungen der Finanzmärkte nur mit Verzögerung folgen konnte. Auch die Organisation der Nationalbank hatte sich

90 Bundesratsbeschluss vom 18. Mai 1954, AS 1954 599, 618.

91 BBl 1905 V 297.

92 Bundesgesetz vom 15. Dezember 1978, AS 1979 983.

überlebt. Sie war mit nicht weniger als sieben Organen aufgebläht und entsprach den Anforderungen einer modernen Corporate Governance nicht mehr (siehe 10.2). Schliesslich war das Nationalbankgesetz nach drei Teilrevisionen sowie der Herauslösung der Vorschriften über das Bargeld- und Münzwesen auch in formeller Hinsicht nicht mehr auf der Höhe der Zeit. Eine gründliche Überholung des Gesetzes war somit notwendig. Sie setzte jedoch eine Anpassung der Verfassungsgrundlagen voraus.

9.6.2 *Verlauf der Revisionsarbeiten*

Die Expertengruppe «Reform der Währungsordnung» nahm die Revision des Nationalbankgesetzes unverzüglich nach Vorliegen des Vorentwurfs zum Währungs- und Zahlungsmittelgesetz im Sommer 1998 in Angriff. Sie erarbeitete in gut zwei Jahren einen 51 Artikel umfassenden Vorentwurf. Ein umfangreicher Begleitbericht erläuterte diesen Vorentwurf⁹³, arbeitete aber auch ökonomische und juristische Grundlagen einer Reform des Rechtskleids der schweizerischen Notenbank wissenschaftlich fundiert auf. Wesentliche Beiträge dazu hatte eine innerhalb der SNB gebildete Arbeitsgruppe geliefert, welche beispielsweise umfangreiche Studien über die ökonomische Funktion von Mindestreserven oder rechtsvergleichende Untersuchungen zu den Elementen eines modernen Zentralbankstatuts erstellt hatte.

Die Expertengruppe lieferte Entwurf und Bericht im Oktober 2000 dem Vorsteher des EFD ab und setzte damit den dritten und letzten Baustein zur Reform der schweizerischen Geld- und Währungsordnung. Der Bundesrat schickte den Vorentwurf Mitte März 2001 für drei Monate in die Vernehmlassung; insgesamt 62 Instanzen, nämlich Kantone, Organisationen und Verbände, äusserten sich dazu, worunter mit einer umfangreichen Eingabe auch die SNB selber. Der Vorentwurf der Expertengruppe fand ganz überwiegend eine günstige Aufnahme. Bereits hier zeichneten sich jedoch zwei Fragen ab, die während der weiteren Revisionsarbeiten im Mittelpunkt der politischen Auseinandersetzung stehen sollten: Die Formulierung des Notenbankauftrags sowie das Verfahren zur Ermittlung der Nationalbankgewinne. Der Bundesrat nahm Anfang 2002 vom Ergebnis der Vernehmlassung Kenntnis und legte die Leitlinien für die Ausarbeitung der Botschaft fest. Er unterbreitete den Gesetzesentwurf mit Botschaft vom 26. Juni 2002 dem Parlament.⁹⁴ Der Ständerat nahm die Beratungen in der Frühjahrsession 2003 auf, der Nationalrat in der Herbstsession 2003. Nach der Bereinigung einer Differenz

93 Expertengruppe «Reform der Währungsordnung» (2001).

94 Botschaft (2002).

wurde das neue Nationalbankgesetz (NBG) am 3. Oktober 2003 in der Schlussabstimmung angenommen, und zwar im Ständerat mit 39 gegen 5 Stimmen und im Nationalrat mit 142 gegen 37 Stimmen (bei 10 Enthaltungen und 10 Abwesenheiten). Nach Ablauf der Referendumsfrist am 22. Januar 2004 setzte der Bundesrat das NBG auf den 1. Mai 2004 – den Tag nach der Generalversammlung der SNB – in Kraft.⁹⁵

Drei nachgeordnete Erlasse schlossen diese umfassende Reform ab. Die Nationalbankverordnung (NBV), die vom Direktorium erlassen und ebenfalls auf den 1. Mai 2004 in Kraft gesetzt wurde, umfasst Ausführungsbestimmungen zum hoheitlichen Instrumentarium (Statistik, Mindestreserven und Überwachung von Zahlungs- und Effekten-Abwicklungssystemen). Der Bankrat erliess an seiner konstituierenden Sitzung vom 14. Mai 2004 ein Organisationsreglement (OrgR), welches die Organisation der Nationalbank sowie das Verfahren der Organe näher ausführt. Das Direktorium schliesslich konkretisierte die rechtsgeschäftlichen Instrumente in Richtlinien über das geldpolitische Instrumentarium (vom 25. März 2004) sowie in Richtlinien über die Anlagepolitik (vom 27. Mai 2004). Anders als Nationalbankverordnung und Organisationsreglement sind diese beiden Texte rechtlich nicht verbindlich; vielmehr beschreiben sie die Instrumente und Verfahren, welche die Nationalbank bei der Umsetzung der Geld- und Währungspolitik und der Verwaltung der Währungsreserven anwendet.

Thematisch lassen sich sechs Schwerpunkte herausarbeiten, die im Laufe der Revisionsarbeiten im Mittelpunkt standen und auch die politische Diskussion dominierten:

- Auftrag und Aufgaben der Nationalbank
- Unabhängigkeit und Rechenschaftspflicht
- Rechtsgeschäftliches Instrumentarium der Nationalbank
- Hoheitliches Instrumentarium
- Gewinnermittlung und -verteilung
- Organisation der Nationalbank

9.6.3 *Auftrag und Aufgaben der Nationalbank*

Politisch zentraler Streitpunkt war die Formulierung des Auftrags der Nationalbank. Art. 99 Abs. 2 BV formuliert diesen Auftrag in unbestimmter Weise und verpflichtet die Nationalbank, eine Geld- und Währungspolitik zu betreiben, «die dem Gesamtinteresse des Landes dient». Diese Formulierung

⁹⁵ Bundesratsbeschluss vom 24. März 2004, AS 2004 2002. Der im Anhang zum neuen NBG geänderte Art. 4 Bankengesetz trat demgegenüber erst am 1. Januar 2005 in Kraft.

stammt aus Art. 39 Abs. 3 der alten Bundesverfassung (aBV) bzw. Art. 2 Abs. 1 aNBG und fand im Rahmen der Nachführung Aufnahme in die neue Bundesverfassung (siehe 9.2.2). Ihr normativer Gehalt ist wegen der Unbestimmtheit eher gering. Im Rahmen der separaten Reform der Währungsverfassung war die Konkretisierung des Notenbankauftrags ein zentrales Ziel gewesen; nach ihrem Scheitern kam der Konkretisierung auf Gesetzesstufe umso grössere Bedeutung zu (siehe 9.3.5).

Die Expertengruppe schlug vor, im Gesetz den Vorrang der Preisstabilität festzuschreiben, die Nationalbank jedoch zugleich zu verpflichten, dabei die konjunkturelle Entwicklung zu beachten.⁹⁶ Sie liess sich – wie schon in ihren Überlegungen zur Reform der Währungsverfassung (siehe 9.3.2) – von der Erkenntnis leiten, dass die Kontrolle des Geldschöpfungsprozesses die Kernaufgabe einer Zentralbank darstellt. Zwar kann sie mitunter auch Produktion und Beschäftigung kurzfristig beeinflussen, doch sind hier die Möglichkeiten der Geldpolitik viel beschränkter. Insbesondere auf das langfristige Niveau von Produktion und Beschäftigung kann sie nicht wirksam Einfluss nehmen.⁹⁷ In der Vernehmlassung verliefen die Fronten ähnlich wie bei den Beratungen des neuen Geld- und Währungsartikels (siehe 9.3.3): Während linke Parteien und Gewerkschaften forderten, dass die Ziele Vollbeschäftigung und stabiles Wirtschaftswachstum im Auftrag der Nationalbank mindestens ebenbürtig zum Ziel Preisstabilität zu berücksichtigen seien, setzten sich FDP und SVP sowie der Wirtschaftsdachverband *economiesuisse* dafür ein, den Vorrang der Preisstabilität stärker zu betonen und den diffusen Begriff des Landesinteresses zu vermeiden. Eine Mehrheit der Kantone, die CVP, der Gewerbeverband, die Bankiervereinigung und auch die Nationalbank selber unterstützten schliesslich die ausgewogene Fassung des Vorentwurfs. Auch der Bundesrat hielt in seiner Vorlage an das Parlament daran fest.⁹⁸

Während der parlamentarischen Beratung bildete der Notenbankauftrag ebenfalls einen der Schwerpunkte der Debatten. Sowohl den vorberatenden Kommissionen als auch dem Plenum beider Kammern lagen Minderheitsanträge der politischen Linken vor, welche darauf hinausliefen, die im Entwurf des Bundesrats vorgesehene klare Zielhierarchie aufzugeben und die Ziele der Preisstabilität und der ausgeglichenen konjunkturellen Entwicklung als gleichrangig anzuerkennen.⁹⁹ Ein weiterer Antrag hielt zwar an der Zielhierarchie fest, wollte jedoch zumindest die Vollbeschäftigung als Teilelement

96 Expertengruppe «Reform der Währungsordnung» (2001), Art. 5 Abs. 1.

97 Expertengruppe «Reform der Währungsordnung» (2001), S. 97 ff.; Botschaft (2002), S. 6182 f.

98 Botschaft (2002), Art. 5 Abs. 1.

99 Amtl. Bull. SR (2003), S. 295; Amtl. Bull. NR (2003), S. 1270.

der Konjunkturpolitik stärker betont haben. Hinter diesen Vorstössen stand u. a. das Bestreben, einer «monetaristischen» Politik den Riegel zu schieben. Allerdings mussten selbst die Gegner eines eindeutigen Vorrangs der Preisstabilität einräumen, dass die damalige Politik der Nationalbank alles andere als dogmatisch war.¹⁰⁰ Und Bundesrat Kaspar Villiger stellte klar: «Der Versuch, mit dauernder monetärer Stimulation ein nachhaltiges Wachstum zu erzeugen, ist gescheitert und hat zu diesen inflatorischen Fehlentwicklungen geführt, die dann mit grossen Opfern und einer harten Geldpolitik wieder korrigiert werden mussten. Deshalb ist es gefährlich, einer Notenbank einen solchen Auftrag zu geben.»¹⁰¹ Trotz einer mit hohem rhetorischem Aufwand geführten Debatte – das Protokoll verzeichnet mehrmals «Heiterkeit» – setzte sich der vermittelnde Antrag des Bundesrats mit einer minimalen Retouche schliesslich mit klaren Mehrheiten durch.¹⁰² Diese Abweichung betraf die Pflicht der Nationalbank, beim Hauptziel, die Preisstabilität zu gewährleisten, auch die konjunkturelle Entwicklung zu berücksichtigen. Während die Nationalbank nach dem Vorentwurf der Expertengruppe und dem Entwurf des Bundesrats die konjunkturelle Entwicklung «zu beachten» hatte, spricht die Gesetz gewordene Fassung von «Rechnung tragen» (analog dem französischen Wortlaut «tenir compte»).

Neben der Präzisierung des Notenbankauftrags bedurfte es auf Gesetzesstufe auch einer Klarstellung der Einzelaufgaben der Nationalbank. In dieser Beziehung war das alte Nationalbankgesetz ebenfalls unvollständig und wenig präzise (Art. 2 Abs. 1 aNBG). Der Vorentwurf der Expertengruppe unterschied zwischen Kernaufgaben, welche die Nationalbank «im Rahmen» ihres geld- und währungspolitischen Auftrags erfüllt (Versorgung des Frankengeldmarkts mit Liquidität, Gewährleistung der Bargeldversorgung, Erleichterung und Sicherung des Funktionierens bargeldloser Zahlungssysteme, Verwaltung der Währungsreserven) sowie Neben- und Sonderaufgaben (Mitwirkung bei der internationalen Währungs Kooperation, Bankdienstleistungen für den Bund).¹⁰³ Im weiteren Gesetzgebungsverfahren wurde der Beitrag der Nationalbank zur Stabilität des Finanzsystems als zusätzliche geldpolitische Kernaufgabe anerkannt.¹⁰⁴

100 Siehe etwa die Voten Leuenberger (SP/SO), Amtl. Bull. SR (2003), S. 296 f. und Strahm (SP/BE), Amtl. Bull. NR (2003), S. 1270.

101 Amtl. Bull. SR (2003), S. 299.

102 Im Ständerat wurden beide Minderheitsanträge nach der Debatte zurückgezogen: Amtl. Bull. SR (2003), S. 300. Im Nationalrat scheiterten die Minderheitsanträge mit 96 gegen 57 bzw. mit 98 gegen 61 Stimmen: Amtl. Bull. NR (2003), S. 1276.

103 Expertengruppe «Reform der Währungsordnung» (2001), Art. 5 Abs. 2 sowie Abs. 3 und 4.

104 Botschaft (2002), Art. 5 Abs. 2 Bst. e.

9.6.4 *Unabhängigkeit und Rechenschaftspflicht*

Im Rahmen der Nachführung der Bundesverfassung war erstmals auch die Unabhängigkeit der Nationalbank festgeschrieben worden (Art. 99 Abs. 2 BV). Auch hier bestand Konkretisierungsbedarf. Einerseits kann sich die Unabhängigkeit einer Institution nur auf einen konkreten Auftrag beziehen. Mit der Konkretisierung des Auftrags der Nationalbank in Art. 5 Abs. 1 NBG sowie der Auflistung der Kern-, Neben- und Sonderaufgaben in Art. 5 Abs. 2–4 NBG wurden die Voraussetzungen geschaffen, um die Tragweite der Nationalbanktätigkeit fassbar zu machen. Andererseits war im Gesetz der materielle Gehalt der Unabhängigkeit zu konkretisieren. Gegengewicht zur Unabhängigkeit bildet sodann die Rechenschaftspflicht der Nationalbank, deren Modalitäten ebenfalls auf Gesetzesstufe festzulegen waren.¹⁰⁵

Die Expertengruppe unterschied – der Literatur folgend¹⁰⁶ – vier Ausprägungen der Zentralbankunabhängigkeit, nämlich funktionelle, institutionelle, finanzielle und personelle Unabhängigkeit.¹⁰⁷ Funktionelle Unabhängigkeit bedeutet, dass die Zentralbank ihren Auftrag frei von Weisungen der Regierung oder des Parlaments erfüllen kann (Art. 6 NBG). Über funktionelle Unabhängigkeit verfügt die Nationalbank allerdings nur im Rahmen ihres geldpolitischen Kernauftrags, nicht jedoch bei den Neben- und Sonderaufgaben. Die institutionelle Unabhängigkeit manifestiert sich in der Ausstattung der Zentralbank mit eigener Rechtspersönlichkeit, die sich bei der Nationalbank ohne weiteres aus ihrer Organisation als spezialgesetzliche Aktiengesellschaft ergibt (siehe 10.1). Die finanzielle Unabhängigkeit umfasst zwei Elemente: Zum einen das formelle Verbot der direkten Kreditgewährung an den Staat, zum anderen die Budgetautonomie der Zentralbank. Das Gesetz konkretisiert das Verbot, dem Bund Kredit zu gewähren, in Art. 11 Abs. 2 NBG. Die Budgetautonomie ergibt sich wiederum direkt aus der Organisation der Nationalbank als spezialgesetzliche Aktiengesellschaft. Die personelle Unabhängigkeit als viertes Element der Zentralbankunabhängigkeit schliesslich wird dadurch gewährleistet, dass die Mitglieder der Leitungsorgane auf eine feste Amtszeit ernannt sind und während dieser Dauer nur bei Vorliegen spezifischer Gründe abberufen werden können.¹⁰⁸ Dieser Teilaspekt war der einzige, der im alten Nationalbankgesetz ausdrücklich geregelt war. Allerdings war die entsprechende Regelung, wonach der Bundesrat die Mitglieder des Direktoriums jederzeit «unter Angabe der

¹⁰⁵ Konzept der «accountable independence»; Lastra (1996), S. 49 ff.

¹⁰⁶ Lastra (1992), S. 482 ff.

¹⁰⁷ Expertengruppe «Reform der Währungsordnung» (2001), S. 10 f.; Botschaft (2002), S. 6190.

¹⁰⁸ Botschaft (2002), S. 6107 ff.

Gründe» (Art. 60 aNBG) abberufen konnte, diskretionärer Natur und genügte damit den Anforderungen an eine personelle Unabhängigkeit nicht. Das neue NBG stellt deshalb – in Anlehnung an das Statut der Europäischen Zentralbank (EZB)¹⁰⁹ – klar, dass der Bundesrat ein von ihm gewähltes Mitglied des Bankrats oder ein Mitglied des Direktoriums oder dessen Stellvertreter des Amtes entheben kann, sofern die Person «die Voraussetzungen für [die] Ausübung [des Amtes] nicht mehr erfüllt oder eine schwere Verfehlung begangen hat» (Art. 41 Abs. 3 und Art. 45 Abs. 1 NBG). Bei den Mitgliedern des Direktoriums und ihren Stellvertretern kann der Bundesrat zudem nicht von sich aus tätig werden, sondern nur auf Antrag des Bankrats.

Im parlamentarischen Verfahren blieb der Versuch der politischen Linken, die funktionelle Unabhängigkeit der Nationalbank zu beschränken, chancenlos. Nach deren Antrag hätte der Grundsatz der Weisungsfreiheit nicht gegolten für die vom Parlament festgelegten «langfristig anzustrebende[n] volkswirtschaftliche[n] Ziele betreffend Preisstabilität und Vollbeschäftigung».¹¹⁰ Zu längeren Diskussionen kam es hingegen beim Recht des Bundesrats zur Abberufung des Direktoriums. Während der Vorentwurf der Expertengruppe und der Entwurf des Bundesrats selber dem Bundesrat dieses Recht nur «auf Antrag» des Bankrats einräumten, schlug die vorbereitende Kommission des Ständerats vor, dem Bankrat im Falle der Abberufung eines Mitglieds des Direktoriums ein blosses Recht auf Anhörung zuzubilligen.¹¹¹ Mit der Kommissionsfassung wäre die Ausgestaltung der personellen Unabhängigkeit hinter international anerkannte Standards zurückgefallen, weshalb sich schliesslich beide Räte für die Fassung des Bundesrats aussprachen.

Korrelat zur Unabhängigkeit der Nationalbank ist ihre Rechenschaftspflicht. «Indem die Zentralbank ihre Politik regelmässig erklären und über ihre getroffenen Entscheidungen Rechenschaft ablegen muss, erhält ihre unabhängige Stellung die notwendige demokratische Legitimation, und ihre Tätigkeit wird transparent», heisst es dazu im Bericht der Expertengruppe.¹¹² Das Gesetz unterscheidet dazu die Rechenschaftspflicht gegenüber dem Bundesrat, gegenüber der Bundesversammlung sowie gegenüber der Öffentlichkeit (Art. 7 Abs. 1–4 NBG). In der Vernehmlassung und den parlamentarischen Beratungen blieb dieses Konzept unbestritten. Immerhin fasste der Ständerat die Rechenschaftspflicht gegenüber dem Parlament insofern etwas

109 ESZB-Statut (1992), Art. 11.4.

110 Amtl. Bull. NR (2003), S. 1276.

111 Amtl. Bull. SR (2003), S. 308 f.

112 Expertengruppe «Reform der Währungsordnung» (2001), S. 11 f.

schärfer, als die SNB der Bundesversammlung jährlich einen formellen Bericht über die Erfüllung ihrer geld- und währungspolitischen Aufgaben zu erstatten hat (Art. 7 Abs. 2 NBG). Dieser Bericht ergänzt die regelmässigen Auftritte vor den zuständigen Kommissionen des Parlaments, bei denen das Direktorium die Wirtschaftslage sowie seine Geld- und Währungspolitik erläutern kann.

9.6.5 Rechtsgeschäftliches Instrumentarium der Nationalbank

Grosser Reformbedarf hatte sich auch bei der gesetzlichen Regelung des rechtsgeschäftlichen Instrumentariums aufgestaut. Das alte Nationalbankgesetz zählte die einzelnen Arten von Rechtsgeschäften, die zur Erfüllung des Auftrags der SNB zulässig waren, abschliessend auf. Dieses auf das erste Nationalbankgesetz von 1905 zurückgehende Konzept wollte einerseits verhindern, dass die Nationalbank die Geschäftsbanken konkurrenzierte.¹¹³ Andererseits sollte es sicherstellen, dass die Notenbank nur Geschäfte tätigt, welche hohen Ansprüchen an Sicherheit und Liquidität genügen.¹¹⁴ Die starre Beschränkung auf gesetzlich vorgesehene Geschäftstypen hatte den Nachteil, dass die SNB regelmässig das mühselige und aufwendige Verfahren der Gesetzesrevision beschreiten musste, bevor sie sich den rasch wandelnden Verhältnissen an den Finanzmärkten anpassen und neue Finanzinstrumente einsetzen konnte. So musste die Befugnis zum Abschluss der für die Geld- und Währungspolitik bedeutsamen Devisen-Termingeschäfte 1971 durch dringlichen Bundesbeschluss eingeführt¹¹⁵ werden, bevor sie 1976 durch eine Teilrevision von Art. 14 Ziff. 3 NBG im ordentlichen Recht verankert wurde.¹¹⁶ Mit der Revision des Nationalbankgesetzes vom 15. Dezember 1978¹¹⁷ erhöhte der Gesetzgeber die maximale Verfallzeit der anderen Guthaben auf das Ausland (Art. 14 Ziff. 3 aNBG) auf zwölf Monate und erweiterte die Offenmarktkompetenz der SNB erneut (Art. 14 Ziff. 2, 2^{bis} aNBG). Schliesslich wurde 1978 als neue Geschäftskategorie der An- und Verkauf von internationalen Zahlungsmitteln in das Gesetz aufgenommen (Art. 14 Ziff. 14 aNBG). Schwergewichtig auf eine flexiblere und ertragreichere Anlage der Währungsreserven ausgerichtet war die Revision des Nationalbankgesetzes vom 20. Juni 1997, mit der eine Rechtsgrundlage für Pensionsgeschäfte (Repos), für Goldleihgeschäfte sowie für den Einsatz von Derivaten zum Risikomanagement

113 Expertengruppe «Reform der Währungsordnung» (2001), S. 33, Fn 112.

114 Expertengruppe «Reform der Währungsordnung» (2001), S. 33; Botschaft (2002), S. 6131.

115 AS 1971 960.

116 AS 1976 1460.

117 Botschaft (1978), S. 829.

geschaffen wurde.¹¹⁸ Darüber hinaus schränkte die abschliessende Auflistung der verfügbaren rechtsgeschäftlichen Instrumente auch die Möglichkeiten der SNB, in ausserordentlichen Lagen rasch zu reagieren, über Gebühr ein. So wäre unter dem alten Nationalbankgesetz eine notrechtliche Rechtsgrundlage erforderlich gewesen, wenn die Nationalbank in ihrer Funktion als Lender of Last Resort Notfall-Liquidität gegen andere als die in Art. 14 aNBG vorgesehenen Sicherheiten hätte gewähren müssen.

Das neue Gesetz hat mit dieser kasuistischen Auflistung der erlaubten rechtsgeschäftlichen Instrumente radikal aufgeräumt. Es beschränkt sich in Art. 9 NBG auf einen weit gesteckten Handlungsrahmen, der sich funktionell an den Aufgaben der Nationalbank orientiert und teilweise vom Statut der EZB¹¹⁹ inspiriert ist.¹²⁰ Demnach kann die Nationalbank Konten führen und Vermögenswerte in Verwahrung nehmen, selber bei Finanzinstituten Konten eröffnen, Forderungen und Effekten sowie Edelmetalle und Edelmetallforderungen kaufen und verkaufen oder damit Darlehensgeschäfte abschliessen; sie kann selber Schuldverschreibungen ausgeben oder Derivate schaffen; schliesslich kann die SNB Kreditgeschäfte mit Banken und anderen Finanzmarktteilnehmern tätigen. Auch der im Rahmen des rechtsgeschäftlichen Instrumentariums zentrale Begriff der notenbankfähigen Sicherheit wird im neuen Gesetz funktionell umschrieben: Zugelassen sind alle Sicherheiten, die «ausreichend» sind (Art. 9 Abs. 1 Bst. e NBG). Die Nationalbank verfügt damit über die notwendige Flexibilität, um künftige Entwicklungen an den Finanzmärkten ohne weiteres nachvollziehen zu können.¹²¹

Diese flexible und funktionelle Umschreibung hat den Nachteil, dass sie nicht transparent ist. Um sichtbar zu machen, wie sie diesen weiten Rahmen ausfüllt, aber auch im Sinne einer gewissen Selbstbindung hat die Nationalbank daher Richtlinien über das geldpolitische Instrumentarium (vom 25. März 2004) sowie über die Anlagepolitik (vom 27. Mai 2004) erlassen. Es handelt sich dabei um neuartige Normtexte, die rechtlich nicht unmittelbar verbindlich sind und jederzeit rasch geändert werden können. Die Richtlinien über das geldpolitische Instrumentarium stellen dar, zu welchen Bedingungen die SNB Geschäfte abschliesst und welches die dabei zu beachtenden Verfahren sind. Ferner legen sie fest, welche Sicherheiten die SNB für geldpolitische Operationen akzeptiert. Breit dargestellt werden insbesondere

118 AS 1997 2252; Botschaft (1997), S. 978.

119 ESZB-Statut (1992), Art. 17, 18.

120 Expertengruppe «Reform der Währungsordnung» (2001), S. 37;

Botschaft (2002), S. 6133, 6194.

121 Dazu Klauser (2001), S. 36 ff.

die ordentlichen geldpolitischen Instrumente (Hauptfinanzierungs- und Abschöpfungsgeschäfte, Feinsteuergeschäfte, Innertags-Fazilität und Engpassfinanzierungs-Fazilität); aber auch die Instrumente für ausserordentliche Lagen sind erwähnt. Erstmals nennt die SNB in einem offiziellen Dokument auch die Möglichkeit einer ausserordentlichen Liquiditätshilfe im Rahmen ihrer Funktion als Kreditgeber in letzter Instanz (Lender of Last Resort). Technische Einzelheiten zu den verschiedenen Fazilitäten sowie zur Zusammensetzung der Repokörbe finden sich jeweils im Anhang. Die anlagepolitischen Richtlinien legen in vergleichbarer Weise den Handlungsrahmen fest, über den die Nationalbank bei ihrer Anlagepolitik verfügt. Insbesondere bestimmen sie die Grundsätze der Anlagepolitik, die Anlageinstrumente sowie den Anlage- und Risikokontrollprozess, der bei dieser Gelegenheit verfolgt werden soll.

9.6.6 *Hoheitliches Instrumentarium der Nationalbank*

Ähnlich wie das rechtsgeschäftliche Instrumentarium war auch die Regelung des hoheitlichen Instrumentariums im Nationalbankgesetz von 1953 hoffnungslos veraltet. Nach dem alten Gesetz verfügte die Nationalbank über die Instrumente der Mindestreserven (Art. 16a–16f aNBG), der Emissionskontrolle (Art. 16g und 16h aNBG) sowie der Kontrolle des Zuflusses von Geldern aus dem Ausland (Art. 16i aNBG). Die Grundlage zweier weiterer hoheitlicher Instrumente fand sich im Bankengesetz (BankG). Gemäss Art. 8 BankG konnte für Kapitalexportgeschäfte der Banken eine Bewilligungspflicht eingeführt werden. Die Befugnis der SNB zu statistischen Erhebungen bei Banken war ebenfalls im Bankengesetz sowie punktuell im Anlagefondsgesetz (AFG) und in der Börsenverordnung der Eidgenössischen Bankenkommision (EBK) geregelt.¹²² Diese Aufsplitterung der hoheitlichen Instrumente auf verschiedene Gesetze hatte ihren Grund vor allem darin, dass dafür erst ab 1978 eine klare Verfassungsgrundlage zur Verfügung stand.¹²³ Zuvor hatte sich die Nationalbank auf Gentlemen's Agreements oder auf (extrakonstitutionelles) Notrecht abstützen müssen, wenn sie mit anderen als rechtsgeschäftlichen Mitteln tätig werden wollte.

Die Expertengruppe unterzog diesen Instrumentenkasten einer gründlichen Überprüfung und gelangte zum Schluss, dass auf alle hoheitlichen Befugnisse mit Ausnahme jener zur Erhebung von statistischen Daten, einer neu konzipierten Mindestreservepflicht sowie einer neuen Zuständigkeit zur

¹²² Art. 7 BankG; Art. 64 AFG; Art. 85 AFV; Art. 2 Abs. 2 BEHV-EBK.

¹²³ Expertengruppe «Reform der Währungsordnung» (2001), S. 53.

Überwachung von systemisch bedeutsamen Zahlungssystemen verzichtet werden könne. So hielt sie dafür, dass die Emissionskontrolle aufgrund der Komplexität und Integration der Finanzmärkte unwirksam und als geldpolitisches Instrument überflüssig sei.¹²⁴ Auch Kapitalimportkontrollen seien unwirksam und mit hohen Kosten für die Wirtschaft verbunden; für Kapitalexportkontrollen sei eine ökonomische Begründung nicht ersichtlich.¹²⁵ Nicht von ungefähr hatte die SNB diese Instrumente seit Beginn der 1980er Jahre nicht mehr eingesetzt (siehe 4.7.1).¹²⁶

Demgegenüber kommt der Kompetenz der SNB zur Erhebung statistischer Daten zentrale Bedeutung zu; die Verfügbarkeit solcher Daten ist Voraussetzung dafür, dass die Nationalbank ihren geldpolitischen Auftrag verlässlich erfüllen kann. Darüber hinaus erhebt die SNB Daten für aufsichtsrechtliche Zwecke sowie für internationale Organisationen. Deshalb fasste die Expertengruppe die Rechtsgrundlagen für die Statistiktätigkeit der SNB im NBG zusammen, systematisierte sie und schloss eine Reihe von Lücken (Art. 14–16 NBG). Ebenfalls beibehalten, jedoch völlig neu konzipiert, wurde die Mindestreservepflicht (Art. 17, 18 NBG). Mindestreserven sind ein klassisches Instrument der Notenbankpolitik, das verschiedenen Zwecken dienen kann, nämlich der Steuerung des Geldschöpfungspotenzials der Banken, der Milderung der Volatilität von Geldnachfrage oder Zinssätzen sowie der Sicherung einer ausreichenden Liquidität. Das alte Nationalbankgesetz sah Mindestreserven zur unmittelbaren und hoheitlichen Steuerung der Geldmenge vor, also als aktives Instrument der Geldpolitik (Art. 16a aNBG). Die Expertengruppe kam zum Schluss, dass dieses Mindestreservekonzept ineffizient und schädlich sei. Hingegen erachtete sie Mindestreserven als sinnvolles Instrument, um eine strukturelle Mindestnachfrage der Banken nach Notenbankgeld zu schaffen und dadurch die Volatilität der Zinsen zu verringern.¹²⁷ Diese Funktion war bis dahin durch die Vorschriften der Bankenverordnung über die Kassenliquidität erfüllt worden, die dementsprechend aufzuheben waren (siehe 4.6.2).¹²⁸ Als drittes hoheitliches Instrument schlug die Expertengruppe neu eine Zuständigkeit der Nationalbank zur Überwachung von Zahlungssystemen vor, die für die Stabilität des Finanzsystems von Bedeutung sind.

124 Expertengruppe «Reform der Währungsordnung» (2001), S. 74 f.; Botschaft (2002), S. 6156 f.

125 Expertengruppe «Reform der Währungsordnung» (2001), S. 76–81; Botschaft (2002), S. 6158 f.

126 SNB (1982), S. 159 ff.

127 Expertengruppe «Reform der Währungsordnung» (2001), S. 68, 72 ff.; Botschaft (2002), S. 6152, 6212.

128 Klauser (2001), S. 40 ff.

In der Vernehmlassung fand diese vollständige Neufassung des hoheitlichen Instrumentariums breite Unterstützung. Bei der Mindestreservepflicht wurden gewisse Präzisierungen gewünscht, um den Ermessensspielraum der Nationalbank einzuschränken. Auch gegen die Ausweitung der Statistiktätigkeit der Nationalbank gab es keine prinzipiellen Einwände, doch wiesen manche Finanzinstitute auf die damit verbundenen Kosten hin. Die Vorschläge zur Überwachung von Zahlungssystemen wurden begrüsst; die EBK sowie die Schweizerische Bankiervereinigung regten darüber hinaus an, diese auch auf Systeme zur Abrechnung und Abwicklung von Wertpapiergeschäften auszuweiten. Eine gemeinsame Arbeitsgruppe von SNB und EBK überarbeitete in der Folge die Bestimmungen des Vorentwurfs zur Systemüberwachung und unterbreitete dem Finanzdepartement entsprechende Vorschläge, die in den Entwurf des Bundesrats einfließen (siehe 7.5.4).¹²⁹

In der parlamentarischen Beratung der Bundesratsvorlage stiess diese eher technische Materie nur auf geringes Interesse. Eher überraschend entwickelte sich deshalb die Frage der Anerkennung von Postkontoguthaben als Mindestreserven zu einem hartnäckigen Streitpunkt. Die Expertengruppe hatte Postkontoguthaben als Komponente der Mindestreserven ausgeschlossen, weil ihr Einbezug mit der neuen Konzeption nicht vereinbar war. Die Post befürchtete deshalb den Abfluss von Guthaben der Banken und entsprechende Einnahmehausfälle. Der Ständerat entschied in der Folge auf Antrag einer Mehrheit der vorberatenden Kommission, dass Postkontoguthaben zu den anrechenbaren Mindestreserven zu zählen seien. Zwar anerkannte der Ständerat, dass der Einschluss dieser Guthaben ein Fremdkörper sei, doch gewichtete er die Gefahr von Einnahmehausfällen und die Interessen am Service Public höher als eine zielkonforme Definition der Mindestreserven.¹³⁰ Der Nationalrat blieb demgegenüber auf dem Pfad der Tugend und verzichtete auf den Einbezug der Postkontoguthaben. In der Folge hielten sowohl Ständerat als auch Nationalrat zweimal an ihrer Fassung fest. Die Differenz konnte erst am Tag der Schlussabstimmungen durch eine Einigungskonferenz bereinigt werden, wobei sich der Ständerat dem Nationalrat anschloss und auf die systemwidrige Anrechenbarkeit von Postkontoguthaben verzichtete.

Das neue NBG weist der Nationalbank die Befugnis zu, in einer eigenen Verordnung Ausführungsvorschriften zur Erhebung statistischer Daten, die Berechnung der Mindestreserven sowie die Überwachung von Zahlungs- und

¹²⁹ Botschaft (2002), Art. 19–21; Kuhn (2004), S. 89 ff.

¹³⁰ Amtl. Bull. SR (2003), S. 301 ff.

Effekten-Abwicklungssystemen zu erlassen (Art. 15 Abs. 3, Art. 17 Abs. 2, Art. 18 Abs. 1 sowie Art. 20 Abs. 3 NBG). Zuständig für den Erlass der Verordnung ist das Direktorium, was mit der funktionellen Unabhängigkeit der SNB im Einklang steht (Art. 6 NBG).

9.6.7 Gewinnermittlung und -verteilung

Während das NBG von 1953 die Gewinnverteilung einlässlich regelte (Art. 39 Abs. 4 aBV; Art. 27 aNBG), fehlten Vorschriften über die Ermittlung des Gewinns. Dies hatte seinen Grund darin, dass die Möglichkeiten der SNB, Gewinne zu erzielen, unter dem Golddevisenstandard beschränkt waren (siehe 8.1.4). Mit dem Wegfall der Goldbindung des Schweizer Francs kam den Währungsreserven erhöhte vertrauensbildende Bedeutung zu, weshalb die Nationalbank durch die nachgeführte Bundesverfassung verpflichtet wurde, aus ihren Erträgen ausreichende Währungsreserven zu bilden (Art. 99 Abs. 3 BV). Was als Gewinn verteilt werden kann, hängt unmittelbar davon ab, wie hoch die Rückstellungen sind, welche die SNB zum Aufbau von Währungsreserven aus ihren Erträgen bildet. Deshalb ist von entscheidender Bedeutung, wer in welchem Verfahren die Höhe der Währungsreserven festlegt.

Die Expertengruppe schlug vor, diese Kompetenz dem Direktorium zu übertragen.¹³¹ Dessen Ermessensspielraum sollte nach dem Expertenentwurf insofern eingeschränkt werden, als das Direktorium bei der Bestimmung der zur Führung der Geld- und Währungspolitik notwendigen Währungsreserven «die Entwicklung der schweizerischen Volkswirtschaft» zu berücksichtigen hatte. In der Vernehmlassung schlugen die Kantone vor, den Entscheid der Nationalbank durch ein unabhängiges Gremium aus Vertretern der SNB, des Bundesrats und der Kantone genehmigen zu lassen. Demgegenüber warnten FDP, SVP und die Bankiervereinigung vor einer «Verpolitisierung» der Gewinnermittlung. Auch der Bundesrat stellte sich in seiner Botschaft auf den Standpunkt, dass eine Genehmigung der Höhe der Währungsreserven durch ein politisches Gremium nicht wünschbar sei und die Unabhängigkeit der Nationalbank unzulässig einschränken würde.¹³² Um den Bedenken der Kantone entgegenzukommen, schlug er vor, nicht das Direktorium, sondern den Bankrat für die Festlegung der Höhe der Rückstellungen (und damit indirekt der Währungsreserven) zuständig zu erklären.¹³³

¹³¹ Expertengruppe «Reform der Währungsordnung» (2001), Art. 27 Abs. 1, Art. 43 Abs. 2.

¹³² Botschaft (2002), S. 6236.

¹³³ Botschaft (2002), Art. 42 Abs. 2 Bst. d.

Demgegenüber sollte das Direktorium für die Zusammensetzung der Währungsreserven verantwortlich sein, da sich diese je nach geldpolitischen Bedürfnissen und Marktlage rasch ändern kann.¹³⁴ Ferner formulierte die Vorlage des Bundesrats die Verpflichtung des Bankrats, sich bei der Festlegung der Höhe der Rückstellungen an der Entwicklung der schweizerischen Volkswirtschaft zu orientieren, in einer etwas verbindlicheren Form («orientiert» statt «berücksichtigt»).¹³⁵

Während sich der Ständerat dem Vorschlag des Bundesrats ohne grössere Diskussion anschloss, blieb die Frage im Nationalrat heftig umstritten. Einerseits wollte eine Kommissionsminderheit die Nationalbank verpflichten, bei der Festlegung der Höhe der Währungsreserven periodisch den Bundesrat zu konsultieren.¹³⁶ Sie begründete diesen Vorschlag damit, dass die Höhe der Währungsreserven keine wissenschaftlich festlegbare Grösse sei, sondern vielmehr nach politischen Kriterien bestimmt werden müsse. Andererseits wurde die Einrichtung eines Ausschüttungsfonds vorgeschlagen, in den der ausschüttbare Gewinn eingebracht und der vom Bund und den Kantonen gemeinsam verwaltet worden wäre.¹³⁷ Beide Vorschläge blieben chancenlos und wurden mit 103 gegen 60 bzw. 91 gegen 55 Stimmen abgelehnt. Damit blieb das Recht der SNB, in eigener Kompetenz über die Höhe der geld- und währungspolitisch angemessenen Währungsreserven – und auf diese Weise indirekt über den auszuschüttenden Gewinn – zu entscheiden, uneingeschränkt erhalten.

9.6.8 Organisation und gesellschaftsrechtliche Bestimmungen

Ein letztes Hauptelement der Reform betraf die Organisation der Nationalbank. Das Nationalbankgesetz von 1953, das in dieser Hinsicht an der Ordnung von 1905 nichts Grundlegendes geändert hatte, sah nicht weniger als sieben Organe vor, nämlich die Generalversammlung, den Bankrat, den Bankausschuss, das Direktorium, die Revisionskommission sowie Lokalkomitees und Lokaldirektionen. Diese Strukturen waren schwerfällig gewesen und hatten teilweise eine rasche Entscheidungsfindung behindert. Auch bestanden unübersehbare Diskrepanzen zwischen gesetzlicher Ordnung und Realität, so namentlich bei der Aufsichtsfunktion von Bankrat und Bankausschuss, bei der Organstellung der Zweiganstaltsdirektionen und Lokalkomitees sowie bei den fachlichen Anforderungen an die Revisionskommission.

¹³⁴ Botschaft (2002), Art. 46 Abs. 2 Bst. b.

¹³⁵ Botschaft (2002), Art. 30 Abs. 1.

¹³⁶ Amtl. Bull. NR (2003), S. 1281.

¹³⁷ Amtl. Bull. NR (2003), S. 1286 f.

Die Expertengruppe schlug deshalb eine Reduktion auf die vier Organe Generalversammlung, Bankrat, Direktorium und Revisionsstelle vor.¹³⁸ Zugleich sollte der Bankrat auf 15 Mitglieder verkleinert werden, um eine bessere Wahrnehmung der Aufsichts-, Organisations- und Finanzverantwortung zu ermöglichen. Die Wählbarkeitsvoraussetzungen für die Mitglieder des Bankrats waren entsprechend schärfer zu fassen. Schliesslich schlugen die Experten vor, die Revisionskommission durch eine eigentliche Revisionsstelle zu ersetzen, der ausschliesslich besonders befähigte Revisoren angehören sollten. Die Lokaldirektionen und -komitees, die ursprünglich dazu gedient hatten, die regionale Geldversorgung entsprechend den lokalen Bedürfnissen und Besonderheiten sicherzustellen, waren als eigenständige Organe überflüssig geworden. Insgesamt verfolgten diese Vorschläge das Ziel, die Organisation der SNB schlanker und professioneller zu machen (siehe 10.2).

In der Vernehmlassung stiessen diese Vorschläge auf breite Zustimmung. Die SNB regte jedoch an, noch einen Schritt weiter zu gehen und den Bankrat auf elf Mitglieder zu verkleinern. «Damit würde die Verantwortung der einzelnen Bankräte in der Entscheidungsbildung gestärkt, ihre Identifikation mit dem Amt gefördert und die Arbeitseffizienz des Gremiums erhöht», schrieb die SNB in ihrer Vernehmlassung. Mit diesem Vorschlag, den der Entwurf des Bundesrats übernahm¹³⁹, wurden die Voraussetzungen geschaffen, um aus dem Bankrat ein effizientes und wirksames Aufsichtsgremium zu schmieden. Dazu beigetragen hat auch die Bildung von spezialisierten Ausschüssen (Prüfungs-, Risiko-, Entschädigungs- und Ernennungsausschuss).

Im parlamentarischen Verfahren gab demgegenüber vorab die Frage zu reden, wem bei Vakanzen im Direktorium die Federführung bei der Auswahl der Kandidaten zukommen solle. Während der Vorentwurf der Expertengruppe und der Entwurf des Bundesrats entsprechend der bisherigen Praxis ein Vorschlagsrecht des Bankrats vorsahen, wollte die vorberatende Kommission des Ständerats dieses auf ein blosses Anhörungsrecht beschränken und damit dem Bundesrat die Leitung des Auswahlverfahrens zuerkennen. Die Kommission wollte auf diese Weise stärker herausstellen, dass das Direktorium der Nationalbank eminent wichtige öffentliche Aufgaben wahrnimmt, weshalb die Landesregierung in ihrer Auswahl nicht durch ein Vorschlagsrecht des Bankrats eingeschränkt werden sollte. Der Ständerat schloss sich diesem Antrag mit 18 gegen 13 Stimmen an.¹⁴⁰ Der Nationalrat hielt demge-

138 Expertengruppe «Reform der Währungsordnung» (2001), S. 29.

139 Botschaft (2002), S. 6246.

140 Amtl. Bull. SR (2003), S. 308 f.

genüber an der Fassung des Bundesrates fest und belies es bei der bestehenden Ordnung. Der Ständerat stimmte in der Differenzbereinigung zu.¹⁴¹

Ähnlich wie das rechtsgeschäftliche und das hoheitliche Instrumentarium werden die Einzelheiten der Organisation der Nationalbank in einem nachgeordneten Erlass festgelegt. Es handelt sich dabei um das Organisationsreglement, das der Bankrat erlässt und der Bundesrat zu genehmigen hat (Art. 42 Abs. 2 Bst. a NBG). Das Reglement bestimmt insbesondere die Aufbauorganisation der Nationalbank, ordnet den Ablauf der Generalversammlung und regelt Aufgaben und Tätigkeit von Bankrat, Direktorium und erweitertem Direktorium (Art. 1 OrgR). Ergänzt wird es durch die Reglemente über die vier Ausschüsse des Bankrats.

9.6.9 Würdigung

Mit dem Inkrafttreten des neuen NBG am 1. Mai 2004 wurde ein umfassendes Programm zur Modernisierung der rechtlichen Grundlagen der Nationalbank abgeschlossen. Das neue Gesetz entspricht formell und materiell den Anforderungen an ein modernes Zentralbankstatut. Es gibt der SNB einen klaren Auftrag, schreibt ihre Unabhängigkeit fest und stattet sie mit zeitgemässen Instrumenten zur Erfüllung ihrer Aufgaben aus. Die Kompetenzregelung für die Bestimmung der Höhe der Währungsreserven schützt die Nationalbank gegen den Druck, der sich aus dem Geldhunger der Politik ergibt. Die Organisation der SNB wurde soweit gestrafft, dass sie wieder in Einklang steht mit den Erfordernissen einer zeitgemässen Corporate Governance.

Bemerkenswert ist insbesondere, wie weit gehend sich im Laufe des Reformprozesses die Vorschläge von Expertengruppe und Bundesrat durchgesetzt haben. Insbesondere die parlamentarische Auseinandersetzung war geprägt durch Versuche, die politische Kontrolle über die Nationalbank zumindest punktuell auszuweiten. Mit Ausnahme der Formalisierung der Rechenschaftsablage gegenüber der Bundesversammlung blieben diese Versuche jedoch erfolglos. Namentlich blieb die Modernisierung des Notenbankgesetzes unberührt vom politischen Verteilungskampf um die nicht mehr benötigten Goldreserven der SNB. Dazu beigetragen haben dürften auch die damaligen geldpolitischen Rahmenbedingungen (tiefes Zinsniveau, relative Stabilität des Frankenkurses), welche manchen Bundesparlamentarier milde stimmten.

¹⁴¹ Amtl. Bull. NR (2003), S. 1290 f.; Amtl. Bull. SR (2003), S. 790.

Quellen

- Amtl. Bull., Amtliches Bulletin der Bundesversammlung (verschiedene Jahre).
- AS, Amtliche Sammlung des Bundesrechts (verschiedene Jahre).
- BBl, Bundesblatt (verschiedene Jahre).
- Botschaft (1948) über die Revision des Art. 39 BV betr. die Schweizerische Nationalbank vom 5. November, BBl 1948 III 693–702.
- Botschaft (1978) über die Revision des Nationalbankgesetzes vom 27. Februar, BBl 1978 I 769–838.
- Botschaft (1996) über eine neue Bundesverfassung vom 20. November, BBl 1997 I 1–587.
- Botschaft (1997) über die Revision des Nationalbankgesetzes vom 17. März, BBl 1997 II 977–1005.
- Botschaft (1998) über einen neuen Geld- und Währungsartikel in der Bundesverfassung vom 27. Mai, BBl 1998 4007–4079.
- Botschaft (1999) zu einem Bundesgesetz über die Währung und die Zahlungsmittel (WZG) vom 26. Mai, BBl 1999 7258–7286.
- Botschaft (2000) betreffend die Verwendung von Goldreserven und ein Bundesgesetz über die Stiftung solidarische Schweiz vom 17. Mai, BBl 2000 3979–4022.
- Botschaft (2001) zur Volksinitiative «Überschüssige Goldreserven in den AHV-Fonds (Goldinitiative)» vom 28. Februar, BBl 2001 1403–1422.
- Botschaft (2002) über die Revision des Nationalbankgesetzes vom 26. Juni, BBl 2002 6097–6303.
- Botschaft (2003) zur Verwendung von 1300 Tonnen Nationalbankgold und zur Volksinitiative «Nationalbankgewinne für die AHV» vom 20. August, BBl 2003 6133–6174.
- ESZB-Statut (1992): Protokoll über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank vom 7. Februar 1992, <http://www.europa.eu.int/eur-lex/de/treaties/selected/livre324.html>.
- Expertengruppe «Reform der Währungsordnung» (1997), Der neue Geld- und Währungsartikel in der Bundesverfassung, Bericht vom 24. Oktober, Bern, Bibliothek SNB Zürich.
- Expertengruppe «Reform der Währungsordnung» (1998), Erläuternder Bericht zu einem Bundesgesetz über die Währung und die Zahlungsmittel (WZG), 3. November, Bern, Bibliothek SNB Zürich.
- Expertengruppe «Reform der Währungsordnung» (2001), Das neue Nationalbankgesetz, Bericht und Entwurf vom 16. März, Vernehmlassungsvorlage, [Bern], Bibliothek SNB Zürich.
- SNB, 93. *Geschäftsbericht* (2000), Bibliothek SNB Zürich.
- SNB, Protokoll des Direktoriums (verschiedene Jahre), SNBA.
- SNB, Protokoll der Generalversammlung (2006), Protokoll der 98. ordentlichen Generalversammlung der Aktionäre der SNB vom 28. April, SNBA.
- Vorentwurf (1995) zu einer neuen Bundesverfassung, Vernehmlassungsvorlage für die Verfassungsreform vom 26. Juni, Separatdruck, Bundeskanzlei, Bern, SNBA.

Literatur

- Alesina, A. und L. Summers (1993), Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence, *Journal for Money, Credit and Banking*, 25 (2), S. 151–162.
- Buomberger, P. (1997), Sind Währungsreserven unantastbar? Was die Nationalbank braucht – und was sie abgeben kann, *Neue Zürcher Zeitung* Nr. 176 vom 2. August, S. 23.
- Giovanoli, M. (1993), Bargeld, Buchgeld, Zentralbankgeld: Einheit oder Vielfalt im Geldbegriff?, in: B. Gehrig und I. Schwander (Hrsg.), *Banken und Bankrecht im Wandel*, Festschrift für Beat Kleiner, Zürich: Schulthess, S. 87–124.
- Giovanoli, M. (1997), Vers l'abolition du principe constitutionnel de la stabilité monétaire?, in: B. Knapp und X. Oberson (Hrsg.), *Problèmes actuels de droit économique*, mélanges en l'honneur du Professeur Charles-André Junod, Basel: Helbing&Lichtenhahn, S. 111–133.
- Gold, J. (1982), Developments in the International Monetary System, the International Monetary Fund and International Monetary Law since 1971, *Recueil des cours de l'académie de droit international de la Haye*, 174 (1), Dordrecht: Nijhoff, S. 111–365.
- Heise, A. (1992), Geldpolitik im Disput, *Konjunkturpolitik*, 38 (4), S. 175–194.
- Hildebrand, P. M. und T. J. Jordan (2005), Eine Transaktion von historischem Ausmass, Details zur Ausschüttung der Golderlöse der Nationalbank, *Neue Zürcher Zeitung* Nr. 82 vom 9. April, S. 29.
- Junod, C.-A. (1988), Kommentar zu Art. 38/39 BV, in: J. F. Aubert, K. Eichenberger, J. P. Müller, R. A. Rhinow und D. Schindler (Hrsg.), *Kommentar zur Bundesverfassung der Schweizerischen Eidgenossenschaft vom 29. Mai 1874*, Basel [etc.]: Helbing&Lichtenhahn [etc.], S. 1–31.
- Klauser, P. (1997a), Geld und Gold: Zur Reform der schweizerischen Währungsverfassung, in: P. Nobel (Hrsg.), *Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz*, 5, Bern: Stämpfli, S. 15–40.
- Klauser, P. (1997b), Wie sichert der Staat die Geldwertstabilität? Gedanken zur Reform der Geldverfassung, in: B. Knapp und X. Oberson (Hrsg.), *Problèmes actuels de droit économique*, mélanges en l'honneur du Professeur Charles-André Junod, Basel: Helbing&Lichtenhahn, S. 185–211.
- Klauser, P. (2000), Das neue Währungs- und Zahlungsmittelgesetz (WZG), in: P. Nobel (Hrsg.), *Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz*, 8, Bern: Stämpfli, S. 15–34.
- Klauser, P. (2001), Der Expertenentwurf zur Totalrevision des Nationalbankgesetzes – Erneuerte Zentralbankinstrumente, in: P. Nobel (Hrsg.), *Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz*, 10, Bern: Stämpfli, S. 21–55.
- Kuhn, H. (2004), Die Systemüberwachung im Rahmen der Revision des Nationalbankgesetzes, in: P. Nobel (Hrsg.), *Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz*, 11, Bern: Stämpfli, S. 89–104.
- Lastra, R. M. (1992), The Independence of the European System of Central Banks, *Harvard International Law Journal*, 33 (2), S. 475–519.
- Lastra, R. M. (1996), *Central Banking and Banking Regulation*, London: Financial Markets Group, London School of Economics and Political Science.
- Lusser, M. (1996), Auf dem Weg zu einer neuen schweizerischen Geldverfassung – Preisstabilität und Unabhängigkeit: die Anker der Notenbank, *Geld, Währung und Konjunktur*, Quartalsheft SNB, 14 (2), S. 155–162.
- NZZ (2006a), fon [K. Fontana], Eidgenössische Abstimmung vom 24. September 2006: Breit abgestützte Kampfansage, *Neue Zürcher Zeitung* Nr. 124 vom 31. Mai, S. 13.

- NZZ (2006b), Die KOSA-Initiative schürt gefährliche Illusionen, Ein Gespräch mit Nationalbankpräsident Jean-Pierre Roth, *Neue Zürcher Zeitung* Nr. 203 vom 2./3. September, S. 29.
- Richli, P. (1988), Zur internationalen Verflechtung der schweizerischen Währungsordnung, *Zeitschrift des Bernischen Juristenvereins (ZBJV)*, 124^{bis}, Festgabe zum Schweizerischen Juristentag 1988, Bern: Stämpfli, S. 339–362.
- Roth, J.-P. (2006), Einleitende Bemerkungen zum Mediengespräch vom 15. Juni, S. 6, Bibliothek SNB Zürich.
- Schar-Schuppisser, M. (1989), *Standardwerteinheit, Währung, Geld*, Genf: Grammata.
- Schürmann, L. (1980), *Nationalbankgesetz und Ausführungserlasse: Kommentar und Textausgabe*, Bern: Stämpfli.
- SNB (1957), *Schweizerische Nationalbank 1907–1957*, [Zürich: SNB].
- SNB (1982), *75 Jahre Schweizerische Nationalbank: Die Zeit von 1957–1982*, Zürich: Verlag Neue Zürcher Zeitung.
- Strahm, R. (1997), Die Solidaritätsstiftung wird zu einer Totgeburt, *SP-Pressedienst* vom 26. September.
- Ungern-Sternberg, T. von (1996), The Swiss National Bank and Seignorage, *DEEP Working Papers*, 9601, Lausanne: Université, Département d'économétrie et d'économie politique.

10 Die Nationalbank als Unternehmen

10.1 Die SNB als spezialgesetzliche Aktiengesellschaft

DANIEL HÜBSCHER UND HANS KUHN

10.1.1 Einleitung

Die Emission von Banknoten war ein Geschäft, das ursprünglich von privaten Banken nach privatrechtlichen Regeln wahrgenommen wurde. Viele der im 18. und 19. Jahrhundert gegründeten Notenbanken befanden sich deshalb im Eigentum Privater oder waren auch als Geschäftsbanken tätig.¹ Erst in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts wandelten sie sich zu Institutionen mit zunehmend öffentlichem Auftrag, deren Zweck nicht mehr in erster Linie Gewinnmaximierung war und die den Wettbewerb mit anderen Banken mehr und mehr zu meiden trachteten.² Dieser Wandel der Notenbanken zu öffentlichen Institutionen gelangte im Laufe des 20. Jahrhunderts mit der Verstaatlichung verschiedener Zentralbanken zu einem vorläufigen Abschluss.³

Die Kombination von Elementen einer Staats- und einer Privatbank zeichnet auch die Nationalbank aus. Nicht nur ist die SNB als spezialgesetzliche Aktiengesellschaft mit massgeblicher Beteiligung von privaten Aktionären organisiert. Der Gesetzgeber von 1905 erlaubte der SNB auch gewisse Geschäfte mit dem Publikum und legte fest, dass sie die Bankgeschäfte des Bundes zu besorgen hatte. Die stark dezentrale Organisation der Nationalbank war geprägt vom Zahlungsverkehr, den die SNB für den Bund wahrnahm, und vom Wechselgeschäft, das bei der Gründung der Bank das dominierende geldpolitische Instrument gewesen war (siehe 1.3). Die regionale Einbettung der neuen Notenbank mit über das Land verteilten Führungs- und Kontrollgremien war auch angesichts der föderalistischen Kräfte wichtiger als eine klare Funktionentrennung der Organe. An diesen Merkmalen, die alle noch die Gegebenheiten des späten 19. Jahrhunderts widerspiegeln, änderte sich während Jahrzehnten kaum etwas.

Erst im letzten Vierteljahrhundert wurden diese Eigenheiten zunehmend in Frage gestellt. Während der rechtliche Status der Nationalbank als spezialgesetzliche Aktiengesellschaft unverändert in das neue Nationalbankgesetz

1 Goodhart (1988), S. 9 ff.; Goodhart, Capie und Schnadt (1994), S. 4 ff.

2 Goodhart (1988), S. 9.

3 Goodhart, Capie und Schnadt (1994), S. 23.

(NBG) eingegangen ist, wurden die Kompetenzen der einzelnen Führungs- und Aufsichtsgremien im Lichte der Diskussion um die Corporate Governance überprüft und bereinigt (siehe 10.2). Schon zuvor hatte das Direktorium begonnen, die Tätigkeiten der Bank zu zentralisieren (siehe 10.3). Dabei löste es sich vom Geschäft mit dem Publikum und ordnete später auch das Bankgeschäft mit dem Bund neu (siehe 10.4).

10.1.2 Mischform von Staats- und Privatbank

Die Frage, in welche Rechtsform die künftige schweizerische Zentralbank gekleidet werden sollte, war in den Jahren nach Erlass des Notenbankartikels in der Verfassung von 1891 heftig umstritten und verzögerte die Gründung der Nationalbank massgeblich. Ein erster Vorschlag des Bundesrats zur Errichtung einer reinen Staatsbank scheiterte am 28. Februar 1897 in der Volksabstimmung an dieser Frage. Ein zweites Projekt vom 24. März 1899, das die Errichtung einer privaten Notenbank unter staatlicher Oberaufsicht vorsah, erlitt im Sommer 1901 bereits im Parlament Schiffbruch, weil sich National- und Ständerat nicht auf den Sitz der künftigen Notenbank einigen konnten. Erst eine dritte Vorlage, welche private und öffentlich-rechtliche Elemente vereinigte, führte am 6. Oktober 1905 zur Annahme des Nationalbankgesetzes und zur Errichtung der SNB in Form einer spezialgesetzlichen Aktiengesellschaft, die unter Mitwirkung und Aufsicht des Bundes verwaltet wird.⁴ Vom Grundkapital von 50 Mio. Franken waren zwei Fünftel für die Kantone im Verhältnis ihrer Wohnbevölkerung und ein Fünftel für die vormaligen Emissionsbanken im Verhältnis ihrer effektiven Notenemission reserviert. Die restlichen zwei Fünftel wurden zur öffentlichen Zeichnung aufgelegt. Diese war ein grosser Erfolg; das für Private vorgesehene Kapital wurde mehr als dreimal überzeichnet.⁵ Kurz nach Aufnahme ihres Betriebs zählte die neue Notenbank deshalb neben den 23 Kantonen und Halbkantonen sowie 33 Kantonal- und Emissionsbanken mehr als 10 000 Private zu ihren Aktionären. Als Aktionär nicht zugelassen war der Bund. Angesichts der weiten Verbreitung der Titel im Publikum lag es nahe, die SNB-Aktien an den schweizerischen Börsen zu kotieren. Bereits 1907 wurde der Handel mit den SNB-Titeln an den Börsen von Basel, Bern, Genf, Neuenburg und Zürich aufgenommen.

Die Rechtsform der Nationalbank vereinigt daher «den doppelten Charakter einer Privatbank und einer Staatsbank»⁶ in sich. Das gilt besonders für

4 SNB (1932), S. 11 ff.

5 SNB (1932), S. 44.

6 Botschaft (1904), S. 443.

die Rechtsstellung der Aktionäre, die sich von derjenigen anderer börsenkotierter Gesellschaften grundlegend unterscheidet. Trotzdem hat sich die Ausgestaltung der SNB als spezialgesetzliche Aktiengesellschaft mit öffentlichen und privaten Aktionären und börsenkotierten Titeln in den ersten hundert Jahren ihres Bestehens überwiegend bewährt. Sie wurde im Rahmen der 2003 abgeschlossenen Totalrevision des Nationalbankgesetzes überprüft und bestätigt. Auch die Option eines Auskaufs der Privataktionäre wurde geprüft und verworfen.

10.1.3 Die besondere Rechtsstellung der Aktionäre der Nationalbank

Angesichts des während Jahren geführten Streits um die Organisation der schweizerischen Notenbank erstaunt es nicht, dass die schliesslich Gesetz gewordene Lösung ausgeprägte Züge eines politischen Kompromisses trägt.⁷ Die SNB ist zwar als spezialgesetzliche Aktiengesellschaft organisiert, wobei das NBG die Funktion von Gesellschaftsstatuten erfüllt und insbesondere die Firma, die Sitze, den Gesellschaftszweck sowie die innere Organisation der Bank festlegt. Nur soweit das NBG nichts anderes bestimmt, findet das im Obligationenrecht (OR) geregelte Aktienrecht Anwendung (Art. 2 NBG). Die privatrechtlich geprägte äussere Gestalt ändert allerdings nichts daran, dass die Nationalbank als Zentralbank der Schweiz öffentliche Aufgaben des Bundes wahrnimmt. Dieser öffentliche Gesellschaftszweck schlägt sich in einer entsprechenden inneren Organisation nieder.⁸

Aus dieser Verbindung von privaten und öffentlichen Elementen ergibt sich, dass die Vermögens- und die Mitwirkungsrechte der Aktionäre der SNB eng begrenzt sind. Die Vermögensrechte beschränken sich auf einen Dividendenanspruch, den das Gesetz auf maximal 6% des Aktienkapitals festlegt (Art. 31 Abs. 1 NBG). Gesetzlich nicht beschränkt ist das Bezugsrecht der Aktionäre im Falle einer Kapitalerhöhung (Art. 2 NBG und Art. 652b OR), doch ist diese Möglichkeit rein theoretisch, weil das Aktienkapital für die SNB längst keine Rolle mehr spielt. Auch im Fall einer Liquidation der Nationalbank, die durch Bundesgesetz angeordnet und geregelt werden müsste (Art. 32 Abs. 1 NBG), würden die Aktionäre nicht am gesamten Liquidationswert partizipieren; von Gesetzes wegen haben sie vielmehr nur Anspruch auf den Nominalwert der Aktien sowie einen «angemessenen Zins» für den Zeitraum nach Inkrafttreten des Auflösungsbeschlusses (Art. 32 Abs. 2 NBG). Das Gesetz stellt ausdrücklich klar, dass das übrige Vermögen in das Eigen-

7 Expertengruppe «Reform der Währungsordnung» (2001), S. 15 f.

8 SNB (1957), S. 325.

tum der neuen Zentralbank überginge und den Aktionären weitere Rechte am Vermögen der SNB nicht zustehen.

Spiegelbildlich zur starken Stellung des Bundes, die sich aus seinen in der Bundesverfassung vorgesehenen Mitwirkungs- und Kontrollrechten (Art. 99 Abs. 2 BV) ergibt, schränkt das NBG die Mitwirkungsbefugnisse der Aktionäre und die Befugnisse der Generalversammlung ein: Das Stimmrecht der Privataktionäre ist gesetzlich beschränkt (Art. 26 Abs. 1 und 2 NBG); ferner wählt die Generalversammlung nur eine Minderheit der Mitglieder des Bankrats und die Revisionsstelle. Die Generalversammlung nimmt zwar Jahresbericht und Jahresrechnung ab (Art. 36 Bst. c NBG), aber erst nach Genehmigung durch den Bundesrat. Auch die Beschlussfassung über die Verwendung des Reingewinns (Art. 36 Bst. d NBG) ist nicht von materieller Bedeutung, weil das Gesetz die Verwendung abschliessend regelt (Art. 31 Abs. 2 und 3 NBG).

Wegen dieser Beschränkung der Vermögens- und Mitwirkungsrechte der Aktionäre stellt die Aktie der SNB in einer wirtschaftlichen Betrachtung weniger ein Beteiligungspapier als vielmehr eine ewige Anleihe dar. Da die Dividende nicht vom erwarteten Geschäftsgang abhängt, sondern gesetzlich limitiert und damit einem Obligationencoupon ähnlich ist, sollte sich der Kurs der Aktien der SNB wie derjenige einer Anleihe verhalten, d. h. bei erwartetem Rückgang des Zinsniveaus an Wert gewinnen bzw. bei einem Anstieg des Zinsniveaus an Wert verlieren. Der künftige Geschäftsverlauf der SNB sollte für die Bildung der Kurserwartungen auch darum keine Rolle spielen, weil eine Zahlungsunfähigkeit der mit dem Notenmonopol ausgestatteten SNB technisch auszuschliessen ist. Trotzdem erlebte die Nationalbankaktie in den 1990er Jahren spekulative Höhenflüge. Der Kurs der Aktie, der sich während vieler Jahre in einem Band von rund 450 bis 700 Franken bewegt hatte, stieg 1997 auf bis 2645 Franken an.⁹ Ausgelöst wurde dieser Kursanstieg durch die von den Medien geschürte Erwartung, dass die Aktionäre in irgendeiner Form am Buchgewinn aus der Neubewertung der Goldvorräte teilhaben könnten – ungeachtet des an sich klaren Wortlauts des alten Nationalbankgesetzes (Art. 68 Abs. 1 aNBG; Art. 32 Abs. 2 NBG). Nachdem sich diese Hoffnung zerschlagen hatte, bröckelte der Kurs auf durchschnittlich 750 Franken im Jahr 2000 ab, bevor 2001 erneut eine Höherbewertung mit Kursen von zeitweise über 1000 Franken einsetzte.

9 Mit der Revision des Nationalbankgesetzes 2003 wurde durch die Kapitalherabsetzung auf 25 Mio. Franken auf das Non-versé verzichtet: Art. 57 Abs. 1 NBG. Vor Inkrafttreten des neuen Nationalbankgesetzes auf Anfang Mai 2004 war vom Aktienkurs der Betrag des Non-versé von 250 Franken abzuziehen.

Ungeachtet dieser Anomalien des SNB-Titels ist die Zusammensetzung des Aktionariats der Nationalbank über die Jahrzehnte hinweg bemerkenswert stabil geblieben. Die Kantone halten seit Gründung der SNB einen Anteil von rund 39% am Aktienkapital. Die Anzahl der Kantonal- bzw. Emissionsbanken mit Besitz von SNB-Aktien sank von anfänglich 33 auf nunmehr noch 24, und ihr Anteil am Kapital nahm von 16,7% auf 14,5% ab. Andere öffentlich-rechtliche Körperschaften zählen erst seit 1952 zum Aktionariat der Nationalbank, wobei es sich im Wesentlichen um Städte und Gemeinden sowie öffentlich-rechtliche Stiftungen, Fonds, Versicherungen und Pensionskassen handelt. Ihre Anzahl bewegte sich zwischen 30 und 58, und ihr Anteil stieg 1990 auf über 6%, gab dann aber wieder auf 1% nach. Die Zahl der Privataktionäre schliesslich reduzierte sich von gut 10 000 kurz nach Betriebsaufnahme auf gut 2000 Ende 2006. Obwohl die durchschnittliche Zahl der Aktien pro Privataktionär von vier auf vierzehn Stück anstieg, sank deren Anteil am Kapital von 45% auf knapp 32%. Darunter befinden sich seit Anfang der 1990er Jahre auch ausländische Aktionäre. Ihr Anteil am Aktienkapital betrug knapp 6%. Die restlichen rund 14% der Aktien zählten zum Dispobestand, d. h. betrafen Aktien, für die Eintragungsgesuche hängig waren oder noch ausstanden.

10.1.4 Überprüfung und Bestätigung der Rechtsform

Für die Ausgestaltung der Nationalbank als spezialgesetzliche Aktiengesellschaft wurden bei ihrer Gründung sowohl praktische wie auch grundsätzliche Überlegungen ins Feld geführt. Im Vordergrund stand jedoch klar die Erwartung, dass die Organisation der Zentralbank in privatrechtlicher Form die geld- und währungspolitische Unabhängigkeit der Zentralbank unterstützen würde. «Wo es sich um die Lösung rein wirtschaftlicher Aufgaben handelt, können politische Einflüsse nur schädlich wirken, und die Wahrscheinlichkeit spricht dafür, dass solche bei der Staatsbank leichter Geltung finden», erklärte der Bundesrat 1890.¹⁰ Darüber hinaus bestand die Hoffnung, dass das Vermögen einer privatrechtlich organisierten Zentralbank im Falle einer Besetzung der Schweiz als Privateigentum völkerrechtlich geschützt sei, während das Vermögen einer reinen Staatsbank als Beute beschlagnahmt werden konnte.¹¹ Für die Rechtsform der Aktiengesellschaft sprach aus praktischer Sicht vor allem die Möglichkeit, durch Beteiligung der Kantone und der ehemaligen Emissionsinstitute an der Zentralbank deren finanzielle Inter-

10 Botschaft (1890), S. 11.

11 Botschaft (1894), S. 581 ff.; Botschaft (1890), S. 12.

essen auf einfache Weise abzugelten. Schliesslich konnte der Bund durch Errichtung einer Aktiengesellschaft auch allfällige Verlustrisiken ausschliessen.¹²

Diese Gründe waren Ende des 20. Jahrhunderts weit gehend obsolet. Die mit der Totalrevision des Nationalbankgesetzes beauftragte Expertengruppe überprüfte deshalb auch die Organisation der SNB als spezialgesetzliche Aktiengesellschaft. Sie kam in ihrem Bericht vom 16. März 2001 zum Schluss, dass die aktienrechtliche Struktur vorrangiges Element zur Sicherung der Unabhängigkeit der Notenbank sei und sich grundsätzlich bewährt habe.¹³ In der Vernehmlassung zur Gesetzesrevision stiess die Beibehaltung der bewährten aktienrechtlichen Struktur ganz überwiegend auf Zustimmung. Nur der Schweizerische Gewerkschaftsbund hätte eine Umwandlung der Nationalbank in eine öffentlich-rechtliche Anstalt unterstützt, weil die Rechtsform der Aktiengesellschaft weder betriebswirtschaftlich noch politisch notwendig sei. In seiner Botschaft vom 26. Juni 2002 anerkannte der Bundesrat, dass sich die funktionelle, finanzielle, institutionelle und personelle Unabhängigkeit grundsätzlich auch in einer Anstaltsstruktur verwirklichen liesse.¹⁴ Inwieweit eine öffentlich-rechtliche Anstalt tatsächlich Unabhängigkeit, d. h. Entscheidungsfreiheit, genieisse, sei jedoch abhängig von der konkreten Rechtsgrundlage. Jede Anstalt könne diesbezüglich anders ausgestaltet sein. Die aktienrechtliche Organisationsstruktur habe den Vorteil, dass grundsätzlich eigene Entscheidungswege für Fragen der Verwaltung und der Geschäftsführung vorgezeichnet seien. Jede Mitwirkungsbefugnis einer aussen stehenden Behörde sei als Ausnahme von dieser Regel zu verstehen und bedürfe einer expliziten Regelung im Gesetz, welche entsprechend begründet werden müsse. «Die aktienrechtliche Struktur entfaltet ihre Wirkung als Verkörperung der institutionellen Unabhängigkeit. Diese Rechtsform ist am besten geeignet, unabhängige Entscheidungen sicherzustellen und das Vermögen der SNB vor der Verwendung für notenbankfremde Aufgaben durch den Staat zu schützen», führte die Botschaft weiter aus.¹⁵ In der parlamentarischen Beratung wurde die Rechtsform nur im Ständerat erörtert. Ein Ratsmitglied warf die Frage auf, weshalb das neue Gesetz an der überkommenen Rechtsform festhalte, obwohl die Nationalbank am ehesten mit einer öffentlich-rechtlichen Körperschaft vergleichbar sei. Bundesrat Kaspar Villiger antwortete, die Rechtsform betone die institutionelle und finanzielle Unabhängigkeit der SNB. Zudem könnten die Privataktionäre «doch auch ein kleines

12 Botschaft (1890), S. 12.

13 Expertengruppe «Reform der Währungsordnung» (2001), S. 15.

14 Botschaft (2002), S. 6124.

15 Botschaft (2002), S. 6125.

Mittel sein, um diese Gesellschaft in der Bevölkerung etwas mehr zu verankern.» Allerdings, so fügte er hinzu, müsse man «Spass haben an dieser Aktie, denn die Dividende ist begrenzt, und es gibt sicher nie eine interessante Übernahme, bei welcher man irgendeinen Kapitalgewinn machen kann.»¹⁶

In der Vernehmlassung war auch angeregt worden, die Rechtsform einer spezialgesetzlichen Aktiengesellschaft zwar beizubehalten, den Kreis der Aktionäre jedoch auf die Kantone zu beschränken. Zu einem entsprechenden Schritt hatte sich kurz zuvor auch die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) entschlossen, die 2001 den Aktionärskreis auf Zentralbanken beschränkt und die Privataktionäre ausgekauft hatte. Nach einlässlicher Prüfung wurde dieser Weg für die SNB aus praktischen und grundsätzlichen Überlegungen verworfen. Der zuletzt durch ein Schiedsgericht entschiedene Streit um die Entschädigung der BIZ-Aktionäre belegte eindrücklich die Schwierigkeiten einer objektiven Bewertung eines Zentralbank-Titels. Darüber hinaus hätte eine Beteiligung des Bundes, welche im Falle eines Auskaufs der Privataktionäre wohl zur Diskussion gestanden hätte, die mit der bestehenden Konstruktion erreichte austarierte Balance von Eigentums-, Vermögens-, Mitwirkungs- und Kontrollrechten aus dem Gleichgewicht gebracht.

Die Revision des Nationalbankgesetzes hatte für die Aktionäre jedoch andere Anpassungen zur Folge, die allerdings von untergeordneter Natur waren. So hatte man das Aktienkapital von 50 Mio. Franken 1907 nur zur Hälfte liberiert. Da das Aktienkapital wirtschaftlich längst keine Rolle mehr spielte, verzichtete die SNB im Rahmen der Revision auf das Non-versé und setzte das Aktienkapital auf 25 Mio. Franken herab. Für die Aktionäre blieb diese Transaktion vermögensmässig ohne Auswirkungen. Ferner schuf das neue NBG die Grundlagen für die Umstellung auf das Namenaktienmodell mit aufgehobenem Titeldruck, nachdem 1988 bereits Einwegzertifikate an Stelle der 1907 ausgegebenen, grafisch prächtig gestalteten Aktientitel getreten waren. Die SNB vollzog damit einen Schritt, den andere Emittenten, deren Titel an der SWX Swiss Exchange kotiert waren, zuvor längst getan hatten.

10.1.5 Die Börsenkotierung der Nationalbankaktie

Die Namenaktien der Nationalbank waren seit ihrer Gründung an den schweizerischen Börsenhandelsplätzen in Basel, Bern, Genf, Neuenburg und Zürich kotiert, die zu Beginn der 1990er Jahre mit dem Übergang zum elektronischen Handel in der SWX Swiss Exchange aufgingen. Die Berner Börse führte zwar einen Telefonhandel weiter, doch liess die SNB ihre Aktien dort

¹⁶ Amtl. Bull. SR (2003), S. 295.

1999 dekotieren. Aufgrund der Kotierung der SNB-Titel unterliegt die SNB den für Emittenten verbindlichen Vorschriften, insbesondere dem Kotierungsreglement und anderen Akten der Selbstregulierung, welche die Börse gestützt auf Art. 4 des Börsengesetzes (BEHG) erlassen hat. Allerdings haben die Doppelnatur der SNB und die Besonderheiten ihres Titels zur Folge, dass die Kotierungsvorschriften häufig mehr schlecht als recht passen. Deshalb hat die Börse der Nationalbank in der Vergangenheit verschiedentlich Ausnahmen zugestanden, so namentlich für die Rechnungslegung und die Berichterstattung. Das neue NBG sieht nunmehr ausdrücklich vor, dass die Organe der Börse bei der Anwendung der Kotierungsbestimmungen die besondere Natur der SNB berücksichtigen müssen (Art. 27 NBG).

Schwierigkeiten bereitet insbesondere die Anwendung der börsenrechtlichen Vorschriften über die Ad-hoc-Publizität. Nicht nur kommen Ereignisse, die börsenrechtlich kursrelevante Tatsachen darstellen könnten, bei der SNB kaum vor. Vielmehr sollte die Vermögens- oder Ertragslage der SNB grundsätzlich ohne Einfluss auf die Entwicklung des Kurses der SNB-Aktie bleiben – jedenfalls solange ein Gewinn erwirtschaftet wird, der ausreicht, um die gesetzlich mögliche Höchstdividende auszuschütten. Auch die börsenrechtlichen Vorschriften zur Information der Aktionäre über die Corporate Governance lassen sich nicht im Massstab eins zu eins auf die SNB übertragen. Die Corporate Governance wird bei der Nationalbank in wesentlichen Teilen durch öffentlich-rechtliche Strukturen gewährleistet, namentlich durch die Mitwirkungs- und Kontrollrechte von Bundesrat und Bundesversammlung. Auf die SNB sind auch die öffentlich-rechtlichen Vorschriften über die Kaderlöhne des Bundes sinngemäss anwendbar (Art. 42 Abs. 2 Bst. j NBG). Schliesslich ergeben sich viele Informationen, deren Offenlegung die börsenrechtlichen Vorschriften über die Corporate Governance fordern, direkt aus dem NBG.

Einen nachhaltigen Einfluss hatte die Kotierung des SNB-Titels auch auf die Rechnungslegung und die finanzielle Berichterstattung der Nationalbank. Das alte Nationalbankgesetz regelte die Rechnungslegung nicht speziell; massgebend waren deshalb die knappen Rechnungslegungsvorschriften des Obligationenrechts (Art. 13 aNBG). Bis in die 1980er Jahre war die Rechnungslegung der SNB durch denselben Geist geprägt, der damals auch bei vielen anderen Schweizer Publikumsgesellschaften vorherrschte: Das Prinzip der Vorsicht bei der Bewertung der Aktiven begünstigte den Aufbau offener und stiller Reserven, und der ausgewiesene Reingewinn wurde über die Vornahme von Abschreibungen sowie die Bildung und Auflösung von Rückstellungen so ermittelt, dass er der Zielgrösse – im Fall der SNB der vorgesehenen

Gewinnausschüttung – entsprach (siehe 2.3.5). Das änderte sich im Laufe der 1990er Jahre unter dem Einfluss steigender Ansprüche der Börsen an die Rechnungslegung ihrer Emittenten. Die Nationalbank erstellte daher ab 1996 ihre Jahresrechnung – abgesehen von wenigen notenbankspezifischen Ausnahmen – gemäss den Richtlinien Swiss GAAP FER. Fortan bewertete sie ihre Finanzaktiven zu Marktpreisen und mass Bewertung sowie Abschreibung ihrer Liegenschaften und Einrichtungen an betriebswirtschaftlichen Kriterien. Qualität und Umfang der Jahresrechnung stiegen mit der Umstellung auf Swiss GAAP FER deutlich an. Gleichzeitig erhielt der ganze Geschäftsbericht ein neues, moderneres Erscheinungsbild. Auch in den folgenden Jahren weitete sich die finanzielle Berichterstattung der SNB merklich aus, um mit steigenden regulatorischen Anforderungen und der zunehmenden Komplexität der Geschäftstätigkeit Schritt zu halten. Das neue, 2004 in Kraft gesetzte NBG verpflichtet die SNB, ihre Jahresrechnung «nach den Vorschriften des Aktienrechts sowie nach allgemein anerkannten Grundsätzen der Rechnungslegung» zu erstellen (Art. 29 NBG).

10.1.6 Schlussfolgerung

Obwohl die Überlegungen, die ursprünglich zur Ausgestaltung der Nationalbank als spezialgesetzliche Aktiengesellschaft geführt hatten, nicht mehr stichhaltig waren, gab es weiterhin gute Gründe, um an dieser Rechtsform festzuhalten. Dazu zählte vor allem der Umstand, dass die Rechtsform der spezialgesetzlichen Aktiengesellschaft die institutionelle Unabhängigkeit der SNB sozusagen auf natürliche Weise absicherte. Die Ausgestaltung als öffentlich-rechtliche Anstalt blieb aber auch deshalb bloss eine theoretische Option, weil niemand wusste, was dabei am Ende des politischen Prozesses herausgekommen wäre. Das ändert allerdings nichts daran, dass die Nationalbank in einem ausgeprägten Spannungsfeld zwischen öffentlichem Auftrag und privater Organisation steht.

10.2 Die Corporate Governance der Nationalbank

HANS KUHN

10.2.1 Ausgangslage

Die Nationalbank ist zwar als Aktiengesellschaft konstituiert, und das Aktienrecht findet auch Anwendung, soweit das Nationalbankgesetz (NBG) einen Sachverhalt nicht regelt (Art. 2 NBG). Die Organisation der SNB weicht

aber vom aktienrechtlichen Modell in vielen bedeutsamen Punkten ab. Einerseits hatte der Gesetzgeber bei der Gründung der Nationalbank statt der üblichen drei nicht weniger als sieben Gesellschaftsorgane vorgesehen, nämlich die Generalversammlung der Aktionäre, den Bankrat und den Bankausschuss, die Revisionskommission, das Direktorium sowie die Lokalkomitees und Lokaldirektionen. Andererseits führte die Unabhängigkeit der Nationalbank in geld- und währungspolitischen Angelegenheiten zu einer Trennung von Geschäftsleitungs- und Aufsichtsfunktionen, die so bei schweizerischen Gesellschaften nicht bekannt ist. Die SNB weist damit seit ihrer Gründung eine eigenständige Organisation auf, die in ihren Grundzügen dem deutschen Modell mit ihrer strikten Trennung von Exekutiv- und Aufsichtsfunktion näher steht als dem schweizerischen, wo der Verwaltungsrat gemäss Aktienrecht nicht nur die Geschäftsleitung überwacht, sondern zugleich oberstes Exekutivorgan ist.

Diese eigentümliche Organisation der Nationalbank war durch mannigfaltige politische und föderale Rücksichtnahmen geprägt. Der Bankrat, der 40 Mitglieder umfasste, wurde in erster Linie nach partei- und regionalpolitischen Gesichtspunkten zusammengesetzt und repräsentierte alle wichtigen wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Interessen des Landes, von den Kantonen über Arbeitgeber und Arbeitnehmer bis hin zu den Bauern und Konsumenten. Als Organ für die Administrativaufsicht der SNB war der Bankrat viel zu gross, so dass vertiefte Diskussionen in der jüngeren Zeit kaum stattfanden, und auch die Präsenz der Mitglieder blieb oft mangelhaft. Eine vernünftige Grösse hatte hingegen mit anfänglich sieben, später zehn Mitgliedern¹⁷ der Bankausschuss, der gemäss altem Nationalbankgesetz (aNBG) als «Delegation des Bankrates die nähere Aufsicht und Kontrolle über die Leitung der Bank» (Art.48 Abs.1 aNBG) ausübte. Ihm oblag gemäss seiner Geschäftsordnung auch die Aufgabe, periodische «Inspektionen der Departemente des Direktoriums und der Zweiganstalten» durchzuführen (Art.3 Geschäftsordnung Bankausschuss), wofür er eigens Kontrollsektionen einrichtete. Der Bankausschuss entwickelte sich jedoch nie zu einem eigentlichen Aufsichtsorgan, das dem Direktorium in betrieblichen Angelegenheiten systematisch auf die Finger geschaut hätte. Hinzu kam, dass sich die Zuständigkeiten der Gesellschaftsorgane teilweise überlappten oder faktisch nicht mehr wahrgenommen wurden.¹⁸ So hätten die Lokaldirektionen nach dem Willen des historischen Gesetzgebers durch die Lokalkomitees beaufsichtigt werden

17 Schürmann (1980), Art. 48 N 1.

18 Botschaft (2002), S.6128.

sollen¹⁹; faktisch war aber dafür ausschliesslich das Direktorium zuständig. Auch die Revisionskommission (Art. 51 aNBG) – das Pendant zu den aktienrechtlichen Kontrollstellen – hatte keine allgemeine Aufsichtsbefugnis, sondern war nur zuständig für die Prüfung, ob die Rechnungsablage nach den gesetzlichen Vorschriften erfolgte.²⁰ Einem starken, in geld- und währungspolitischen Fragen weit gehend autonomen Direktorium standen damit für die Aufsicht in betrieblichen Angelegenheiten mehrere Organe ohne klares Selbstverständnis und ohne ausreichende Kompetenzen gegenüber. Die weit gehende Beschränkung der Mitwirkungsrechte der Aktionäre (siehe 10.1.3) verschärfte dieses Ungleichgewicht. Von einer Corporate Governance, die modernen Ansprüchen an die Aufsicht genügt, konnte unter diesen Umständen kaum die Rede sein.

10.2.2 Neuordnung der Corporate Governance durch die Revision des Nationalbankgesetzes

Die Corporate Governance zu stärken und die Gesellschaftsorgane der Nationalbank umfassend zu modernisieren, waren deshalb zentrale Anliegen der Revision des Nationalbankgesetzes. Dazu wurde der Bankrat radikal verkleinert und in seinen Kompetenzen gestärkt. Fachliche Anforderungen an seine Mitglieder, die Einrichtung ständiger Ausschüsse und nicht zuletzt eine mehr als bloss symbolische Entschädigung haben die Voraussetzungen für eine effektive Wahrnehmung der Aufsichtsfunktion durch den Bankrat markant verbessert. Der Bankausschuss wurde abgeschafft.

Das Direktorium ist das «oberste geschäftsleitende und ausführende Organ» (Art. 46 Abs. 1 NBG) geblieben und hat in geld- und währungspolitischen Angelegenheiten die uneingeschränkte Zuständigkeit (Art. 46 Abs. 2 Bst. a NBG). Für die betriebliche Führung der Nationalbank hat die SNB eine erweiterte Geschäftsleitung, das so genannte Erweiterte Direktorium, geschaffen.

Eine eigentliche Revisionsstelle ersetzte die frühere Revisionskommission. Sie muss besondere Anforderungen hinsichtlich Fachkompetenz und Unabhängigkeit erfüllen (Art. 47 Abs. 2 NBG). Die weit gehend obsolet gewordenen Lokaldirektionen und Lokalkomitees schliesslich wurden als Gesellschaftsorgane abgeschafft und durch Vertretungen zur Wirtschaftsbeobachtung bzw. lokale Beiräte ersetzt.

19 Nach Art. 53 des Nationalbankgesetzes von 1905 galt dies uneingeschränkt: Botschaft (1894), S. 608. Später wurde die Aufsichtsbefugnis auf die Kredittaxationen und auf das Diskont- und Lombardgeschäft beschränkt: Schürmann (1980), Art. 50 N 1.
20 Schürmann (1980), Art. 51 N 3.

10.2.3 Die Aufsicht durch den Bankrat

Der Bankrat «beaufsichtigt und kontrolliert die Geschäftsführung der Nationalbank» (Art. 42 Abs. 1 NBG). Insbesondere obliegt es ihm, die Organisationsstruktur der SNB in den Grundzügen (Art. 42 Abs. 2 Bst. a–c NBG) festzulegen und die Oberleitung im Personalbereich auszuüben (Art. 42 Abs. 2 Bst. h–k NBG). Ferner trägt der Bankrat die Finanzverantwortung und beschliesst über das Budget (Art. 42 Abs. 2 Bst. f NBG; Art. 10 Abs. 2 Bst. e OrgR). Schliesslich überwacht er die Anlage der Aktiven sowie das Risikomanagement (Art. 42 Abs. 2 Bst. e NBG).

Mit der Revision des Nationalbankgesetzes ist der Bankrat von 40 auf elf Mitglieder reduziert worden, wovon sechs (darunter Präsident und Vizepräsident) vom Bundesrat und fünf durch die Generalversammlung der Aktionäre gewählt werden. Mit der Verkleinerung ist die Erwartung einer effizienteren Aufsicht verbunden, weil den einzelnen Bankräten in der Entscheidungsfindung mehr Verantwortung übertragen und die Identifikation mit ihrer Funktion gestärkt wird. Neu müssen Kandidaten für den Bankrat nicht nur einen guten Leumund und das Schweizer Bürgerrecht haben, sondern sich auch über «Kenntnisse in den Bereichen Bank- und Finanzdienstleistungen, Unternehmensführung, Wirtschaftspolitik oder Wissenschaft» ausweisen können (Art. 40 Abs. 1 NBG).

In Übereinstimmung mit dem Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance, der für die SNB bei der Schaffung des neuen Organisationsreglements (OrgR) wegleitend war, hat der Bankrat Ausschüsse eingesetzt, wovon drei als ständige Gremien konstituiert sind. Der Entschädigungsausschuss unterstützt den Bankrat bei der Festlegung der Grundsätze für die Entschädigungs- und Gehaltspolitik und stellt Antrag für die Löhne der Mitglieder des Direktoriums und ihrer Stellvertreter. Der Risikoausschuss ist für die Beurteilung und Überwachung der Risikopolitik und des Anlageprozesses zuständig und beaufsichtigt die für die Risikokontrolle zuständige Einheit. Der Prüfungsausschuss überwacht das Rechnungswesen und die finanzielle Berichterstattung; ferner beurteilt er die Einhaltung von Gesetzen und regulatorischen Vorschriften (Compliance) sowie die Wirksamkeit des internen Kontrollsystems. Schliesslich überwacht er die Tätigkeit der externen und der internen Revision. Der nichtständige Ernennungsausschuss bereitet im Falle einer Vakanz im Direktorium den Wahlvorschlag des Bankrats vor, den dieser dem Bundesrat unterbreitet.

Der Gesetzgeber hat den Bankrat mit allen nötigen Kompetenzen ausgestattet, damit er die Aufsicht über die Geschäftsführung der SNB wirksam wahrnehmen kann. Das Organisationsreglement verpflichtet das Direkto-

rium, den Bankrat von sich aus über gewisse Vorgänge zu informieren und finanzbezogene Dokumente zur Verfügung zu stellen (Art. 15 Abs. 1 und 3 OrgR). Darüber hinaus hat es dem Bankrat «auf Verlangen [...] alle weiteren Unterlagen zur Verfügung [zu stellen], die dieser zur Erfüllung seiner Aufgaben benötigt» (Art. 15 Abs. 2 OrgR). Ferner konstituiert das Gesetz die interne Revision neu als «unabhängiges Instrument für die Überwachung und Kontrolle der Geschäftstätigkeit der SNB» und unterstellt sie direkt dem Präsidenten des Bankrats (Art. 6 OrgR).

Zu beachten ist, dass der Bankrat ausschliesslich für die Aufsicht über die Geschäftsführung der Nationalbank zuständig ist, nicht jedoch in geld- und währungspolitischen Fragen. Diese liegen in der alleinigen Kompetenz des Direktoriums. NBG und Organisationsreglement versuchen zwar, die Grenze zwischen Geschäftsführung und Geldpolitik möglichst klar zu ziehen; wechselseitige Abhängigkeiten lassen sich jedoch nicht ganz vermeiden. So ist die Zusammensetzung der notwendigen Währungsreserven einschliesslich des Anteils, der gemäss Bundesverfassung in Gold zu halten ist, eine geldpolitische Frage und damit Sache des Direktoriums (Art. 46 Abs. 2 Bst. b NBG). Dem Bankrat kommt dagegen die Befugnis zu, die Risikokontrolle sowie die Grundsätze des Anlageprozesses zu beurteilen und deren Umsetzung zu überwachen (Art. 10 Abs. 2 Bst. c und d OrgR). Von da ist es aber nur ein kleiner Schritt, bis er auch Einfluss auf die Struktur der Währungsreserven nimmt. Der Bankrat entscheidet ebenfalls über die Höhe der Rückstellungen und auf diese Weise mittelbar auch über das Wachstum der Währungsreserven (Art. 42 Abs. 2 Bst. d NBG), obwohl die Beurteilung der Frage, welchen Bestand die Währungsreserven aufweisen müssen, eine genuin geldpolitische Beurteilung voraussetzt.

10.2.4 Das Direktorium als oberste Exekutivbehörde

Wie bereits unter dem alten Nationalbankgesetz ist das drei Mitglieder umfassende Direktorium das oberste geschäftsleitende und ausführende Organ der SNB (Art. 46 Abs. 1 NBG). Es trifft insbesondere die konzeptionellen und operativen geldpolitischen Entscheidungen, entscheidet über die Anlage der Aktiven, ist verantwortlich für die Anwendung des hoheitlichen Instrumentariums der Nationalbank (Statistik, Mindestreserven, Systemüberwachung) und besorgt die Aufgaben im Zusammenhang mit der internationalen Währungskooperation (Art. 46 Abs. 2 Bst. a–e NBG), diese allerdings in Zusammenarbeit mit dem Bundesrat (Art. 5 Abs. 3 NBG). Das Direktorium legt zudem die Löhne der Mitarbeitenden der Nationalbank fest (Art. 46 Abs. 2 Bst. f NBG); die Grundsätze der Lohnpolitik finden sich jedoch in einem vom Bankrat erlassenen Reglement (Art. 42 Abs. 2 Bst. k NBG).

Das Direktorium ist eine Kollegialbehörde (Art. 18 Abs. 1 OrgR). Das heisst, dass sämtliche Beschlüsse durch Mehrheitsentscheid zustande kommen. Der Präsident des Direktoriums leitet zwar dessen Sitzungen, die in der Regel zweimal pro Monat stattfinden; doch verfügt er weder über ein Weisungs- noch über ein Vetorecht, und Stichentscheide gibt es im Dreiergremium ebenfalls nicht. Auch das ist eine Struktur, die sich so in schweizerischen Unternehmen sonst nicht findet, selbst wenn sie im politischen System der Schweiz weit verbreitet ist. Jedes Mitglied des Direktoriums führt eines der drei Departemente. Die Abgrenzung der Kompetenzen der Departemente und des Direktoriums als Kollegialbehörde ist im Organisationsreglement (Art. 4, 18) geregelt.

Für die operativ-betriebliche Führung der Nationalbank wurde das Erweiterte Direktorium geschaffen, das sich aus den Mitgliedern des Direktoriums und ihren Stellvertretern zusammensetzt (Art. 21 OrgR). Seine Zuständigkeiten beschränken sich auf Geschäfte mit Innenwirkung: Erlass interner Weisungen; Leitung der Planung und Budgetierung; Anstellung, Beförderung und Entlassung von Mitarbeitenden; Beschlüsse über organisatorische Angelegenheiten sowie Liegenschafts- und Informatikgeschäfte von departementübergreifender Bedeutung. Die Wahrnehmung der geld- und währungs-politischen Kernaufgaben (Art. 5 NBG) sowie die Vertretung der SNB gegen aussen bleiben weiterhin ausschliesslich dem Direktorium vorbehalten. Die Bank hat sich eine erweiterte Geschäftsleitung gegeben, um den Mitgliedern des Direktoriums mehr Freiraum zu schaffen: Sie sollten sich stärker mit notenbankpolitisch-strategischen Fragen befassen und mehr Aussenkontakte pflegen können. Ausserdem wollte man damit die innerbetriebliche Führung breiter abstützen. Allerdings entbindet diese Lösung die Mitglieder des Direktoriums nicht von ihrer Verantwortung für die innerbetriebliche Führung, und das Direktorium behält das letzte Wort: Beschlüsse im Erweiterten Direktorium erfordern die Zustimmung von mindestens zwei Direktoriumsmitgliedern; bei Stimmengleichheit entscheidet der Direktoriumspräsident (Art. 22 Abs. 2 OrgR). Gewisse Personalgeschäfte sowie Ausgabenbeschlüsse hat das Erweiterte Direktorium an das so genannte Kollegium der Stellvertreter delegiert (Art. 22 Abs. 3 OrgR).

10.2.5 Die Rechenschaftspflicht gegenüber Bundesrat und Bundesversammlung

Die Aufsicht durch den Bankrat beschränkt sich auf die Geschäftsführung und erstreckt sich nicht auf die Festlegung und Umsetzung der Geldpolitik. Hier untersteht das Direktorium vielmehr – wie zuvor – einer Rechenschafts-

pflicht gegenüber dem Bundesrat (Art. 7 Abs. 1 NBG) und – neu – dem Parlament (Art. 7 Abs. 2 NBG). Die Rechenschaftspflicht gegenüber dem Bundesrat umfasst eine regelmässige Erörterung der Wirtschaftslage sowie der Geld- und Währungspolitik; ausserdem unterrichten sich Bundesrat und Nationalbank vor Entscheidungen von wesentlicher wirtschaftspolitischer und monetärer Bedeutung über ihre Absichten; ferner hat die SNB dem Bundesrat Jahresbericht und Jahresrechnung zur Genehmigung zu unterbreiten, bevor diese von der Generalversammlung abgenommen werden können (Art. 7 Abs. 1 NBG). Die Rechenschaftspflicht gegenüber dem Parlament besteht in einer Berichterstattung über die Erfüllung der geld- und währungspolitischen Aufgaben (Art. 5 NBG); ausserdem hat der Präsident des Direktoriums diesen Bericht den zuständigen Kommissionen der Bundesversammlung zu erläutern (Art. 7 Abs. 2 NBG). Von einer eigentlichen Aufsicht kann in diesem Zusammenhang jedoch nicht gesprochen werden. Eine solche würde die Befugnis der Aufsichtsbehörde umfassen, dem Beaufsichtigten Weisungen für die künftige Erfüllung von Aufgaben zu erteilen; das ist sowohl dem Bundesrat wie dem Parlament ausdrücklich untersagt (Art. 6 NBG). Auch dem Recht des Bundesrats zur Genehmigung von Jahresbericht und Jahresrechnung kommt keine weiter gehende Bedeutung zu; er dürfte sie gegebenenfalls wegen formeller Mängel verweigern, nicht jedoch als Sanktion für Entscheidungen, welche das Direktorium in geld- oder währungspolitischen Angelegenheiten hätte treffen können.

10.2.6 Die Revision

Ein weiterer wichtiger Baustein in der Stärkung der Corporate Governance der Nationalbank ist die Modernisierung des Revisionswesens. Das alte Nationalbankgesetz hatte – entsprechend der Kontrollstelle nach altem Aktienrecht – eine Revisionskommission vorgesehen, die aus drei von der Generalversammlung gewählten Mitgliedern und drei Ersatzleuten zusammengesetzt war und die Aufgabe hatte, die Jahresrechnung und die Bilanz zu prüfen (Art. 51 aNBG). In Anbetracht der Aktienrechtsrevision vom 4. Oktober 1991²¹, die u. a. besondere fachliche Anforderungen für die Revision von börsenkotierten Gesellschaften aufstellte, vermochte diese Regelung nicht mehr zu genügen. Die Nationalbank versuchte sich vorübergehend zu behelfen, indem sie die fachlichen Anforderungen an die Mitglieder der Revisionskommission informell verschärfte; die Wahl von juristischen Personen als Revisoren war damit allerdings immer noch nicht möglich, was eine zeitweilige

21 AS 1992, 733; in Kraft seit 1. Juli 1992/1. Juli 1993.

Ausnahmebewilligung der Zulassungsstelle der Schweizer Börse SWX Swiss Exchange erforderte. Mit der Revision des Nationalbankgesetzes hat die SNB nun nachgezogen. Nach Art. 47 Abs. 2 NBG muss die Revisionsstelle besondere fachliche Voraussetzungen erfüllen; ausserdem muss sie vom Bankrat, vom Direktorium und den massgebenden Aktionären unabhängig sein. Damit erfüllt die Revision der Nationalbank die Anforderungen, welche heute auf diesem Gebiet allgemein anerkannt sind.

10.2.7 Schlussfolgerungen

Die Modernisierung der Corporate Governance der Nationalbank war ein zentrales Element der Gesetzesrevision von 2003. Die Revision hat sich dabei an allgemein anerkannten besten Praktiken orientiert. Allerdings lässt sich die Diskussion um die Corporate Governance in der schweizerischen Privatwirtschaft nur beschränkt auf die SNB übertragen. Weil die Nationalbank in der Festlegung und Umsetzung ihrer Geld- und Währungspolitik unabhängig und für diesen Bereich ausschliesslich das Direktorium zuständig ist, beschränkt sich die Funktion des Bankrats darauf, das Direktorium hinsichtlich der betrieblichen Führung zu beaufsichtigen. Mit dem Verwaltungsrat einer normalen privatwirtschaftlichen Aktiengesellschaft lässt sich der Bankrat deshalb nicht vergleichen. Diese Grenze richtig ziehen und respektieren zu können, ist nicht immer einfach.

10.3 Die Präsenz der Nationalbank in den Regionen

THOMAS WIEDMER

10.3.1 Ausgangslage

Organisation und Struktur der Nationalbank waren lange Zeit durch föderalistische Rücksichtnahmen geprägt. Die Banknoten der SNB ersetzten ab 1907 allmählich die Noten von 36 Emissionsbanken, die überwiegend im Eigentum der Kantone standen. Die Zentralisierung des Notenmonopols berührte daher vermögensmässige Interessen der Kantone, die u. a. mit der Beteiligung der Kantone und Kantonalbanken am Aktienkapital der Nationalbank und dem Anspruch der Kantone auf Beteiligung am Nationalbankgewinn abgegolten wurden. Die Zentralisierung der Notenbankaufgaben stellte aber auch die wirtschaftliche Bedeutung mancher Städte und Regionen in Frage. Die Vertretung der Nationalbank in den Kantonen war deshalb lange Zeit eine hochpolitische Angelegenheit.

Noch das Nationalbankgesetz von 1953 (aNBG) bestimmte deshalb, dass die Geschäfte der Nationalbank «an den bedeutendsten Verkehrsplätzen» durch Zweiganstalten zu besorgen seien; an «andern Plätzen» müssten mindestens Agenturen eingerichtet werden (Art. 4 Abs. 1 aNBG). Die Beschlussfassung über Errichtung oder Aufhebung von Zweiganstalten und Agenturen war zwar Sache des Bankrats.²² Vor Errichtung einer Zweiganstalt oder Agentur hatte die Bank jedoch die Kantonsregierung anzuhören; bei Uneinigkeit zwischen einem Kanton und der SNB entschied der Bundesrat (Art. 4 Abs. 2 aNBG). Wollte die Nationalbank in einem Kanton oder Halbkanton keine Zweiganstalt betreiben, so konnte der Kanton mindestens die Einrichtung einer Agentur verlangen (Art. 4 Abs. 3 aNBG). Das Filial- und Vertretungsnetz der SNB, das bei der Betriebsaufnahme am 20. Juni 1907 erst fünf Bankstellen in Zürich, Bern, Basel, St. Gallen und Genf umfasst hatte, wuchs daher im Laufe der Jahre an. Die SNB schuf Zweiganstalten in Neuenburg (1907), Luzern und Lausanne (beide 1908), Aarau (1922) und Lugano (1929). In La Chaux-de-Fonds (1907), Winterthur (1910) und Biel (1931) eröffnete sie ausserdem eigene Agenturen.²³ Hinzu kamen rund ein Dutzend fremde Agenturen, die vorwiegend durch Kantonalbanken geführt wurden, sowie eine grosse Zahl von Korrespondenten.

Jeder Zweiganstalt stand ein Direktor vor, den der Bundesrat auf Vorschlag des Bankrats ernannte (Art. 54 Abs. 1 aNBG). Der Bankrat setzte ausserdem Lokalkomitees ein, welche die Kredittaxationen der Zweiganstalten begutachteten und deren Wechsel- und Lombardgeschäft prüften (Art. 50 Abs. 1^{bis} aNBG). Ihnen stand auch ein Vorschlagsrecht für die Wahl des Lokaldirektors sowie für die Ernennung von Prokuristen und Handlungsbevollmächtigten ihrer Zweiganstalt zu. Welche staatspolitische Bedeutung der Vertretung der Nationalbank in den Regionen zukam, lässt sich daran erkennen, dass Lokalkomitees und Lokaldirektionen eigentliche Gesellschaftsorgane der Nationalbank waren.

10.3.2 Sachliche Gründe für eine dezentrale Struktur

Neben diesen föderalen Rücksichtnahmen gab es bei der Gründung der Nationalbank auch sachliche Gründe für eine dezentrale Struktur mit ausgebautem Bankstellennetz. Damals standen vor allem drei Geschäftsarten – das Diskontgeschäft, der Giroverkehr und die Bargeldversorgung – im Vordergrund, für die eine dezentrale Organisation Vorteile bot.

²² SNB (1932), S. 340.

²³ SNB (1932), S. 361 f.

Sowohl für das Diskontgeschäft als auch für den Giroverkehr war ein Netz von Bankstellen ideal. Die Prüfung der zu diskontierenden Wechsel und die Überwachung der Bonität der Wechselschuldner geschahen vor Ort. Im Giroverkehr konnte die SNB die lokalen Überweisungen zeitgerecht an Ort und Stelle abwickeln, so dass dem Begünstigten noch am Tag der Überweisung das Guthaben zur Verfügung stand.

Weder das Diskontgeschäft noch der Giroverkehr konnten sich aber im Laufe der Jahre behaupten: Die notenbankpolitische Bedeutung des Wechsels als Instrument zur Schaffung von Liquidität nahm seit den 1920er Jahren ab, da sich die Zahlungssitten allmählich änderten. Spätestens ab Übergang zu flexiblen Wechselkursen beeinflusste die SNB Geldmenge und Zinsen vorwiegend über den Kauf und Verkauf von Devisen und Wertpapieren²⁴ – Geschäfte, welche die Gegenparteien der SNB zusehends von den Niederlassungen abzogen und bei ihren Hauptsitzen zusammenfassten. Damit drängte sich auch für die Nationalbank mit der Zeit eine Konzentration auf. Im bargeldlosen Zahlungsverkehr erwies sich die Giro-Organisation der Post mit ihrem engmaschigen Geschäftsstellennetz und ihrem einfachen Zahlungsinstrument (Einzahlungsschein) dem relativ komplizierten formulargestützten Giroverkehr der SNB überlegen. Daher nahm der Giroverkehr der Zweiganstalten, der noch in den 1950er und 1960er Jahren massgeblich zu deren Auslastung beigetragen hatte, kontinuierlich ab und fiel Anfang der 1980er Jahre praktisch nicht mehr ins Gewicht. Neben dem Erfolg des Postgirosystems hatte in den 1970er Jahren auch die aufkommende elektronische Datenverarbeitung zum Bedeutungsverlust des einst sehr arbeitsintensiven Nationalbankgiros beigetragen.

Von den drei Hauptgeschäften der Zweiganstalten, für die eine dezentrale Organisation besondere Vorteile geboten hatte, kam Anfang der 1980er Jahre schliesslich nur noch der Bargeldversorgung grössere Bedeutung zu. Mit dem Rückgang des operativen Geschäfts verschoben sich die Aufgaben der Zweiganstaltsdirektoren immer mehr in Richtung Informationsvermittlung. Dabei hatten die Zweiganstaltsleiter den Auftrag, einerseits ihren Gesprächspartnern in den Regionen die Geldpolitik der SNB näher zu bringen und andererseits die Entwicklung der regionalen Wirtschaft zu beobachten und dem Direktorium darüber Bericht zu erstatten.

24 SNB, Protokoll des Direktoriums (1984), 23. August, Nr. 379.

10.3.3 Reorganisation der Zweiganstalten

Anfang der 1980er Jahre signalisierten die Direktoren der Zweiganstalten eine abnehmende Auslastung ihrer Organisationseinheiten. Daraufhin gab ihnen das Direktorium einen Bericht in Auftrag, der die Lage der Zweiganstalten dokumentieren und Vorschläge zur Verteilung der Nationalbankaufgaben auf Sitze und Zweiganstalten unterbreiten sollte. Das Direktorium befasste sich im November 1983 eingehend mit diesem Bericht.²⁵ Zwei Optionen standen im Vordergrund: Einerseits eine stärkere Zentralisierung von Aufgaben bei den Sitzen, andererseits die Prüfung einer Dezentralisierung von Bankgeschäften zu den Zweiganstalten.

Das Direktorium entschloss sich für die erste Lösung, da es beim Bankgeschäft mit Ausnahme der Bargeldverarbeitung keine ins Gewicht fallenden Möglichkeiten zur Dezentralisierung mehr sah. Daher sollten sich die Zweiganstalten auf die Aufgaben Bargeldversorgung und Informationsvermittlung in den Regionen konzentrieren.²⁶ Ihre Direktoren sollten nach Auffassung des Direktoriums die Botschafterfunktion ausbauen und sich auf die Informationsvermittlung und die Beobachtung der regionalen Wirtschaft beschränken.²⁷ Die Führung des Betriebs, der immer mehr zu einer blossen Kassenstelle geworden war, sollten die Stellvertreter der Zweiganstaltsdirektoren wahrnehmen.

Da der Bargeldverkehr mit erheblichen Risiken verbunden ist, galt es, dem Sicherheitsaspekt im Zuge der Reorganisation besondere Aufmerksamkeit zu schenken. Aus diesem Grund mussten in den verschiedenen Bankstellen jeweils umfangreiche und kostspielige bauliche Anpassungen vorgenommen werden. Bei dieser Gelegenheit passte das Direktorium die Niederlassungsstruktur der Bank den damaligen Marktgegebenheiten an und trat die Agenturen, welche die Nationalbank noch selber betrieb (Biel, La Chaux-de-Fonds), an Kantonalbanken ab. Diese übernahmen in ihren eigenen Gebäuden und Sicherheitsinfrastrukturen die regionale Bargeldversorgung.²⁸

10.3.4 Schliessung von Zweiganstalten

Doch auch im dritten Hauptgeschäft der Zweigstellen, der Bargeldversorgung, war eineinhalb Jahrzehnte später eine dezentrale Organisation nicht mehr adäquat.²⁹ Die Entwicklungen im Bargeldverkehr hatten vorab in der

25 SNB, Protokoll des Direktoriums (1983), 17. November, Nr. 614.

26 SNB, Protokolle des Direktoriums (1983), 17. November, Nr. 614; 1. Dezember, Nr. 643.

27 SNB, Protokoll des Bankrates (1984), 27. April, S. 53 f.

28 Siehe Lusser (1985).

29 SNB, McKinsey (1998).

zweiten Hälfte der 1990er Jahre eine Konzentration eingeleitet, die schliesslich zu einer Neukonzeption der Bargeldverarbeitung bei der SNB führte (siehe 5.1.4).³⁰

Im Rahmen einer ersten Reorganisation im Jahr 1998 konzentrierte die Nationalbank die Bargeldverarbeitung auf die Sitze Bern und Zürich sowie auf die Zweiganstalten in Genf und Lugano. Nachdem sie die Zweigstellen Aarau und Neuenburg Ende 1998 geschlossen hatte, hob sie Ende 1999 auch die Kassenabteilungen der Zweiganstalten Basel, Lausanne, Luzern und St.Gallen auf. Das Direktorium wollte die SNB aber trotz der betriebswirtschaftlich notwendigen Anpassungen in den Regionen verankert wissen und bestätigte – wie schon bei der Reorganisation von 1984 – die Wichtigkeit des dezentralen Informationsaustauschs.³¹ An wirtschaftlich und politisch zentralen Standorten ausserhalb des Einzugsbereichs der beiden Sitze richtete die Nationalbank neue Vertretungen ein, die es mit einem Informationsauftrag betraute (Basel, Lausanne, Luzern und St.Gallen). Den Bankstellen und den Vertretungen wurden statt der bisherigen Lokalkomitees Beratungsgremien zugeordnet.

Ende 2006 schloss die SNB auch die Kassenstelle Lugano, weil diese nicht mehr die für einen sicheren und effizienten Betrieb notwendige Bargeldmenge umsetzte. Die Menge der in Lugano angelieferten Banknoten reichte nicht mehr aus, um die Auslastung einer einzigen Sortiermaschine zu gewährleisten, und der Personalbestand konnte aus Sicherheitsgründen (Einhaltung des Vieraugenprinzips) nicht weiter reduziert werden. Auch in Lugano ist die SNB mit einer Vertretung präsent geblieben.

10.3.5 Anpassung der Aufbauorganisation

Nachdem die Reorganisationen sich bis zu diesem Zeitpunkt vor allem mit den Zweiganstalten und mit der Neuorganisation des Bargeldverkehrs befasst hatten, betraf die dritte grosse Reorganisation im Jahre 2003 die Sitze der Nationalbank.³² Dort hatten sich die ursprünglichen, dezentralen Strukturen im Bankgeschäft teilweise noch erhalten. Die aus rein betriebswirtschaftlicher Optik nahe liegende Konzentration der SNB auf einen einzigen Sitz stand dabei jedoch nicht zur Diskussion. Zum einen sprachen notenbankspezifische Sicherheitsaspekte eher für zwei Standorte. Zum anderen hatte das Direktorium bei der Revision des Nationalbankgesetzes da-

30 SNB, Medienmitteilung vom 16. Februar 1998.

31 SNB, Protokoll des Bankausschusses (1998), S. 20 ff.

32 SNB an Mitarbeitende (2003) und SNB, note (2003).

von abgesehen, Bundesrat und Parlament eine Zusammenlegung der beiden Sitze vorzuschlagen: Es befürchtete, dass eine politische Diskussion zu dieser aus Sicht der Nationalbank eher untergeordneten Frage eine Eigendynamik entfalten und zentralere Anliegen der Gesetzesrevision hätte gefährden können. Dazu führte die Botschaft über die Revision des Nationalbankgesetzes vom 26. Juni 2002 aus, dass die beiden Sitze in der Praxis keine Probleme verursacht hätten und dass Gründe des nationalen Interesses es nahe legten, «die Nationalbank sowohl in der Bundeshauptstadt als auch im Finanzzentrum der Schweiz mit einem rechtlichen Sitz zu verankern.»³³

Mit der Reorganisation im Jahr 2003 strebte das Direktorium folgende Ziele an³⁴: Die Aufgabengebiete der drei Departemente sollten klarer voneinander abgegrenzt und durch eine konsequentere Zusammenlegung von Linien- und Fachführung eine effizientere Aufgabenerfüllung gewährleistet werden. Ausserdem waren die operativen Bankgeschäfte – nach der Reorganisation der Zweiganstalten – nun auch an den Sitzen zu zentralisieren. Bis dahin waren gleichartige Bankgeschäfte in zwei Departementen und an zwei Standorten wahrgenommen worden, was zu unnötigem Koordinationsaufwand und Effizienzverlusten geführt hatte. Das Direktorium konzentrierte deshalb alle Aktivitäten der Vermögensverwaltung neu in einer einzigen Organisationseinheit beim III. Departement und unterstellte dafür die Tätigkeiten zur Überwachung der Stabilität des Finanzsystems, die aufgrund des neuen Nationalbankgesetzes an Bedeutung gewonnen hatten, dem II. Departement. Ausserdem strebte das Direktorium eine flachere Hierarchie an. Verschiedene Organisationseinheiten wurden den Departementsleitungen direkt unterstellt, und die Zahl der Stellvertreter der Direktoriumsmitglieder wurde von fünf auf drei reduziert.

Alle drei Reorganisationen lassen sich unter einem Titel – Zentralisierung der operativen Geschäfte – zusammenfassen: Die SNB hat das Bankgeschäft zuerst von den Zweigstellen abgezogen und es schliesslich an einem einzigen Sitz konzentriert. Dabei hat das Direktorium die betrieblichen Abläufe optimiert, die betriebswirtschaftliche Führung der Bank gestärkt und sie modernen Bedürfnissen angepasst.

33 Botschaft (2002), 6177.

34 SNB, SNB-Organisation 2004 (2003).

10.4 Die Bereinigung der Nebengeschäfte

HANS-CHRISTOPH KESSELRING

10.4.1 Die Nationalbank als Bank der Banken

Die Nationalbank erfüllt die ihr anvertrauten Kernaufgaben ausschliesslich im Verkehr mit den Geschäftsbanken. Zu Nichtbanken – d. h. zu Kantonen und Gemeinden sowie zu privaten und staatlichen Unternehmen und Privatpersonen – pflegt sie keine Geschäftsbeziehungen. Die einzige wesentliche Ausnahme bilden ihre Bankdienstleistungen für den Bund, deren Umfang Bund und SNB als gleichwertige Partner aushandeln und für die der Bund die SNB angemessen entschädigt.

Das war nicht immer so. Das alte, bis 2004 geltende Nationalbankgesetz (aNBG) unterschied sich von der aktuellen Regelung in dreierlei Hinsicht: Die Nationalbank musste dem Bund alle Bankdienstleistungen erbringen, welche dieser von ihr forderte; und sie musste dies unentgeltlich tun. Überdies erlaubte ihr das Gesetz auch, mit Nichtbanken Geschäfte abzuschliessen³⁵, allerdings nur in beschränktem Umfang: Darlehens-, Hypothekar- und Sparkassengeschäfte gehörten nicht dazu, und die SNB durfte die Einlagen ihrer Kundschaft – mit Ausnahme des Bundeskontos – nicht verzinsen. Damit wollte der Gesetzgeber die Geschäftsrisiken minimieren und verhindern, dass die SNB mit den Geschäftsbanken in Wettbewerb treten konnte.

Diese Nebengeschäfte mit Bund und Nichtbanken betrieb die SNB während Jahrzehnten. Zu ihnen kam später das Diskontgeschäft, das bei Geschäftsaufnahme der jungen Notenbank noch das wichtigste Instrument zur Liquiditätssteuerung gewesen war (siehe 1.3)³⁶, aber bereits in den 1920er Jahren seine notenbankpolitische Bedeutung einbüsste, weil andere Kreditformen den Wechsel verdrängten.³⁷ In den 1930er Jahren hatte es nur noch den Charakter eines Nebengeschäfts. In dessen Rahmen sprach das Direktorium zugunsten einzelner Unternehmen und Branchen Kredite, die im Rückblick zum Teil als ordnungspolitisch fragwürdig erscheinen.

Gegen Ende der 1970er Jahre äusserte das Direktorium zunehmend Unbehagen über die marktwirtschaftlich problematischen Aspekte des zweckentfremdeten Wechseldiskonts und begann, sich vermehrt nach ordnungspolitischen Grundsätzen auszurichten. Diese neue Orientierung durchdrang mit der Zeit das Selbstverständnis der Bank: Die Nationalbank besann sich

35 Botschaft (1904), S. 460 in Verbindung mit Botschaft (1894), S. 592 ff.

36 Ruoss (1992), S. 39.

37 SNB (1957), Tabelle 1 auf S. 362 f.

dabei auf die notenbankpolitischen Kernaufgaben, die sie gewissermassen als Grossistin – das heisst ausschliesslich im Verkehr mit den Banken – wahrzunehmen gedachte, und verstand sich immer mehr als Bank der Banken. Diese Selbstbegrenzung veranlasste das Direktorium schliesslich, die nicht zu den Kernaufgaben gehörenden Geschäfte so weit als möglich aufzugeben oder den Marktkräften zu unterwerfen.

Die Neuorientierung vollzog sich allerdings nicht systematisch; vor allem am Anfang waren die Entscheide des Direktoriums widersprüchlich. Sie erfolgte auch nicht ausdrücklich, denn entsprechende Studien oder Standortbestimmungen gab es kaum. Vielmehr verlief der Prozess zögernd und erratisch, und die Argumente entsprangen anfangs mehr tagespolitischen Überlegungen als systematischer Analyse. Dies erstaunt nicht, wenn man bedenkt, dass die wirtschaftspolitischen Vorstellungen der Entscheidungsträger in den 1970er Jahren noch stark vom Interventionismus der Nachkriegszeit geprägt waren (siehe 2.3.4 und 2.4.3). Später mangelte es der Neuorientierung mitunter an Konsequenz. Zum einen befürchtete das Direktorium, in der Öffentlichkeit als Spielverderber gebrandmarkt zu werden, sollte sich die Bank aus Unterstützungsmassnahmen zurückziehen, an welche sich die Nutzniesser gewöhnt hatten. Zum anderen wich es Konflikten aus, um die politische Unterstützung für eine wirksame Teuerungsbekämpfung nicht zu gefährden, in der es – zu Recht – seine Hauptaufgabe sah. Im Folgenden wird diese Neuorientierung am Beispiel der drei eingangs erwähnten Nebengeschäfte dargestellt. Dabei ist es unerlässlich, manchmal weiter in die Vergangenheit zurückzublenden.

10.4.2 Die Diskontpolitik als Einfallstor für Sonderinteressen

In der Wirtschaftskrise der 1930er Jahre – und bereits früher (siehe 1.8) – hatte die Nationalbank mit ihrem Wechselgeschäft punktuell Branchen und Unternehmen mit günstigen Krediten unterstützt. Diese Praxis führte sie bis weit in die Nachkriegszeit hinein fort und stellte sich dabei oft hinter Förderungsmassnahmen des Bundes. Ein Beispiel waren die Diskontkredite an die Wein- und die Milchwirtschaft, mit welchen die Nutzniesser die Einlagerung ihrer Produkte finanzierten, wenn die Preise nach einer reichen Ernte einzubrechen drohten. Mitte der 1970er Jahre begann das Direktorium indes, diese Diskontzusagen kritischer zu betrachten. Waren ihm zuweilen auch schon früher Zweifel an der Diskontierungspraxis gekommen³⁸, so stellte es sich die Frage nach der grundsätzlichen Berechtigung solcher Aktionen ab

38 So etwa SNB an Eidg. Finanzverwaltung (1961).

1976 immer häufiger³⁹, wenn auch anfangs noch ohne Folgen für die Politik. Doch 1982 lehnte das Direktorium schliesslich ein kantonales Gesuch um Finanzierungszusagen zugunsten der Landwirtschaft mit der Begründung ab, es sei nicht Sache der SNB, zur Hochhaltung von Preisen beizutragen.⁴⁰ Trotz weiterer Interventionen des Bundesamts für Landwirtschaft und später des Volkswirtschaftsdepartements kam es auf diesen Entscheid nicht mehr zurück und gewährte der Landwirtschaft danach keine solche Unterstützung mehr.⁴¹

Ab und zu erteilte das Direktorium Diskontkredite auch, um politischen Druck abzubauen. So griff es ab Mitte der 1970er Jahre auf dieses Instrument zurück, als der Kursanstieg des Frankens und die Rezession die Uhren-, Textil- und Schuhindustrie sowie die Bauwirtschaft in Bedrängnis brachten. Nach verschiedenen Anfragen in den eidgenössischen Räten räumte es Unternehmen dieser Branchen Kreditlinien ausserhalb der bestehenden Limiten ein. Die Zinsen fixierte es unter dem offiziellen Diskontsatz, womit die Kredite Subventionselemente enthielten.⁴² Die Nationalbank verlängerte die Kreditzusagen mehrmals, weitete den Kreis der Begünstigten auf andere Branchen aus und ergänzte die Diskontkredite durch zusätzliche Hilfeleistungen. Erwägungen, ob solche Aktionen zum Aufgabenbereich einer Notenbank gehörten, sind in den Quellen nicht dokumentiert. Zu Beginn der 1980er Jahre liess das Direktorium diese Hilfe auslaufen.

Dass die Häufung solcher Stützungsmaßnahmen zeitlich mit den erwähnten Überlegungen zum Ausstieg aus der Kredithilfe an die Landwirtschaft zusammenfielen, zeigt, wie vage die ordnungspolitischen Vorstellungen der Bank am Anfang gewesen waren. Doch bereits in ihrer Festschrift von 1982 urteilte die SNB im Rückblick entschieden, dass eine nach Branchen oder Regionen differenzierte Politik mit dem gesamtwirtschaftlichen Auftrag der Notenbank nicht vereinbar sei.⁴³ Diese Feststellung belegt das Umdenken, das in jenen Jahren in der Bank stattfand. Mit dem Aufleben des Monetarismus waren die Marktkräfte zu neuen Ehren gelangt, nachdem die SNB mit direkten Eingriffen in den Markt zweifelhafte Erfahrungen gemacht hatte (siehe 2.4.3).

39 Zum Beispiel SNB, Protokolle des Direktoriums (1976), 11. März, Nr. 253; (1978), 19. Oktober, Nr. 681/5.

40 SNB, Protokoll des Direktoriums (1982), 28. Oktober, Nr. 574/2.

41 SNB, Protokolle des Direktoriums (1984), 22. November, Nr. 539/4; (1986), 3. April, Nr. 150/2.

42 SNB, Protokolle des Direktoriums (1975), 6. März, Nr. 284; 1. Mai, Nr. 489.

43 SNB (1982), S. 271.

10.4.3 Das Diskontgeschäft in der Pflichtlagerfinanzierung

Bei der Pflichtlagerfinanzierung rang die Nationalbank noch ein weiteres Jahrzehnt mit dem Rückzug aus dem zweckentfremdeten Diskontgeschäft. Die Pflichtlager waren unmittelbar vor Ausbruch des Zweiten Weltkriegs eingerichtet worden, um die Landesversorgung mit lebenswichtigen Gütern sicherzustellen. Die Finanzierung war Sache der Pflichtlagerhalter. Die SNB hatte sich jedoch bereit erklärt, vom Bund garantierte Eigenwechsel der Lagerhalter zu einem verbilligten Zins und ausserhalb der geltenden Limiten zu diskontieren und die Diskontkredite bei Verfall jeweils zu verlängern.

Streng genommen stand die langfristige Orientierung der Pflichtlagerfinanzierung schon von Beginn an nicht im Einklang mit den Prinzipien des Diskontkredits, der ein kurzfristiges Geschäft sein sollte (siehe 1.3)⁴⁴ und später zur Deckung von Bedarfsspitzen gedacht war.⁴⁵ Angesichts der Bedrohungslage vor dem Zweiten Weltkrieg hatte diese Konzession jedoch kaum Bedenken ausgelöst⁴⁶, zumal das Direktorium bereits während der Wirtschaftskrise der 1930er Jahre mit längerfristigen Diskontierungsprogrammen eingesprungen war.

Wahrscheinlich hatten auch notenbankpolitische Überlegungen den Entscheid der SNB erleichtert, hätte sie doch das Wechselgeschäft, «das ihr einen Überblick über interne und externe Zahlungsverpflichtungen bietet und das für die Devisen- und damit für die Währungspolitik [...] von grösstem Wert ist», wohl gerne belebt.⁴⁷ Noch in den frühen 1980er Jahren beschäftigte sich das III. Departement mit der Idee, aus dem Volumen von 8 Mrd. Franken Pflichtlagerwechseln einen liquiden Geldmarkt zu schaffen, in der Hoffnung, die Geldpolitik damit unterstützen zu können.

Das beachtliche Refinanzierungspotenzial der Pflichtlagerwechsel bereitete dem Direktorium allerdings bald darauf Unbehagen, weil es den Banken ermöglichte, die Geldpolitik zu unterlaufen: Versuchte die Nationalbank, das Geldmengenwachstum zu bremsen und lag der Diskontsatz – weil nur periodisch an die Marktbedingungen angepasst – vorübergehend unter den Marktsätzen, so reichten die Banken ihre Pflichtlagerwechsel zum Rediskont ein. Sie erhöhten damit ihren Liquiditätsspielraum. Die SNB musste die Wechsel entgegennehmen, denn sie hatte seinerzeit auf eine Mengenbeschränkung verzichtet.

44 SNB (1932), S. 73 f.; SNB (1957), S. 168 ff.

45 So zum Beispiel: SNB an Eidg. Finanzverwaltung (1961).

46 Protokoll des Bankausschusses (1939), 22. April, S. 221.

47 SNB an Bundesrat Schulthess (1936) in einem ähnlich gelagerten Fall.

Lange erachtete das Direktorium diese Probleme nicht als schwer wiegend genug, um sich aus der Pflichtlagerfinanzierung zurückzuziehen. Vielmehr versuchte es, sie durch gewisse Massnahmen zu entschärfen. So beschloss es 1982 als Sofortmassnahme, das Pensionierungsprivileg für Pflichtlagerwechsel aufzuheben. Die SNB hatte es den Banken 1974 auf Zusehen hin eingeräumt, um sie von einer Verteuerung der Pflichtlagerfinanzierung abzuhalten. Das Privileg erlaubte ihnen, sich gegen Hinterlage von Wechseln Notenbankgeld über die Monatsenden zu beschaffen, an denen die Liquidität oft besonders knapp war. 1986 relativierte das Direktorium diese Sofortlösung jedoch wieder zu einem Fernziel, weil die zuständige Bundesstelle Widerstand geleistet hatte. Ende der 1980er Jahre erblickte der Chefökonom in der Pflichtlagerfinanzierung die Achillesferse der damaligen Geldpolitik. Trotzdem scheute sich das Direktorium aus politischen Gründen, die Konsequenzen zu ziehen, und verhandelte stattdessen mit der zuständigen Bundesstelle, indes ohne Erfolg. Später kamen ihm Zweifel an der Stichhaltigkeit des geldpolitischen Arguments. Es sah das Hauptproblem nun in der indirekten Subventionierung der Pflichtlagerhaltung, was die Diskussion auf die ordnungspolitische Ebene verlagerte.⁴⁸

Den Ausweg bot 1989 schliesslich ein internes Rechtsgutachten, das befand, der Spezialdiskontsatz und die Pensionierung hätten keine ausreichende Rechtsgrundlage. Direktorium und Bund einigten sich auf eine Übergangsfrist, die es ermöglichen sollte, eine ordnungspolitisch taugliche Pflichtlagerfinanzierung zu finden. Als diese Frist 1992 – der Kalte Krieg war inzwischen zu Ende gegangen – auslief, hatten sich die übrigen Partner auf eine Marktlösung verständigt, die ohne SNB auskam. Damit zog sich das Noteninstitut von der letzten punktuellen Förderungsmassnahme zurück. 1999 schaffte es den Diskontsatz ab, nachdem dieses Instrument seine geldpolitische Bedeutung völlig verloren hatte (siehe 4.6.4).

10.4.4 Abschied vom Geschäft mit den Nichtbanken

Das Nationalbankgesetz hatte das Geschäft mit den Nichtbanken nie ausdrücklich erwähnt. Es war im Artikel über den Geschäftskreis lediglich stillschweigend mit einbezogen.⁴⁹ Den Materialien zu den ersten Gesetzesentwürfen sind keine Hinweise darauf zu entnehmen, warum der Notenbank dieses Geschäft – wenn auch mit Einschränkungen – hätte erlaubt sein sollen. Wahrscheinlich sah es der Gesetzgeber zu Beginn des 20. Jahrhunderts als

⁴⁸ SNB, Protokoll des Direktoriums (1989), 30. März, Nr. 141/2.

⁴⁹ Botschaft (1894), S. 592 f.

Selbstverständlichkeit an. Jedenfalls hatte das Publikum damals ebenso zur Kundschaft europäischer Notenbanken gehört⁵⁰ wie zur Kundschaft der schweizerischen Emissionsbanken, die der SNB vorangegangen waren.⁵¹ Der Gesetzgeber mochte in diesem Geschäft ausserdem eine willkommene Einnahmenquelle gesehen haben, denn die Erträge der jungen Notenbank, die ihre Aktiven zum Teil in der Form ertragloser Edelmetalle halten musste, flossen anfangs nur spärlich. Allerdings erlangte das Geschäft mit den Nichtbanken für die SNB nie grosse Bedeutung.⁵²

Könnte somit die Verbindung von geldpolitischem Auftrag und Kundengeschäft für die Gründergeneration noch eine Selbstverständlichkeit gewesen sein, so mehrten sich spätestens nach dem Zweiten Weltkrieg Zweifel, weil dieses Nebengeschäft Führungskapazitäten beanspruchte. Zum Beispiel hatte sich das Direktorium damals oft mit der Frage zu beschäftigen, wie bei nachrichtenlosen Vermögen vorzugehen sei, insbesondere, wenn es sich bei den Kunden um Ausländer handelte. Doch eine grundsätzliche Lösung wurde nicht angestrebt. Das Direktorium beschloss lediglich, keine ausländischen Kunden mehr anzunehmen.⁵³

Das Geschäft erforderte die Nähe zum Kunden und hatte deshalb vor allem für die Zweiganstalten Bedeutung. Es wurde von Abteilungen betreut, die auch an der Umsetzung der Geldpolitik beteiligt waren und die wegen des damals noch tiefen Automatisierungsgrads zahlreiche repetitive Tätigkeiten zu verrichten hatten. Sie versuchten daher, ihre Arbeit durch die Aufnahme von Bankbeziehungen mit Privaten interessanter zu gestalten. Eine Weisung aus den 1960er Jahren, keine neuen Kundenbeziehungen mehr aufzunehmen, wurde denn auch nicht von allen Bankstellen mit dem gleichen Eifer umgesetzt.⁵⁴

Als sich das Direktorium Mitte der 1980er Jahre gezwungen sah, die Zweigstellen wegen ungenügender Auslastung zu reorganisieren, hob es nebenbei auch alle Geschäftsbeziehungen zu den Nichtbanken auf.⁵⁵ Offenbar war dieser Schritt nunmehr unbestritten. Mit ihm reduzierte die Bank die Gefahr, wegen eines unwichtigen Nebengeschäfts in die öffentliche Kritik zu geraten und damit von der Erfüllung des geldpolitischen Auftrags abgelenkt zu werden. Gegenüber den Bankbehörden begründete das Direkto-

50 Goodhart, Capie und Schnadt (1994), S. 69.

51 Jöhr (1915), S. 233.

52 Jöhr (1915), S. 371 f.; SNB (1957), S. 282 f.

53 SNB, Protokoll des Direktoriums (1946), 21. November, Nr. 1528.

54 SNB, Privatkundengeschäft (1997).

55 SNB, Protokoll des Direktoriums (1984), 23. August, Nr. 379.

rium den Entscheid damit, die SNB beschränke ihren Geschäftsverkehr als «Bank der Banken» im Wesentlichen auf die Banken⁵⁶, was das seit 2004 geltende Nationalbankgesetz (NBG) in Art. 9 schliesslich auch formell sanktioniert hat.

10.4.5 Die Nationalbank als Bankier des Bundes

Die Gründergeneration hatte die Besorgung des Zahlungsverkehrs für den Bund zwar nicht in die Verfassung, aber doch an prominenter Stelle – gleich nach den beiden Hauptaufgaben der Bank – ins Gesetz aufgenommen. Laut Botschaft von 1894 war sie davon ausgegangen, dass dieses Geschäft der Nationalbank bei der Kontrolle des Geldumlaufs helfen würde.⁵⁷ Warum es die junge Notenbank unentgeltlich besorgen sollte, begründeten jedoch weder diese noch die Botschaften von 1899 und 1904. Einzig in den Materialien zum ersten Gesetzesentwurf findet sich ein Hinweis dafür, dass die Gründergeneration die Unentgeltlichkeit als Gegenleistung für die Verleihung des Notenmonopols angesehen haben könnte.⁵⁸

Im Rahmen dieser Grundlagen – und im Detail durch Vereinbarungen geregelt – wickelte die SNB über die Jahrzehnte hinweg den Zahlungsverkehr des Bundes oder Teile davon ab: In den letzten Jahren erstattete der Bund auf diese Weise Verrechnungssteuern und beglich Waren- und Dienstleistungsbezüge. Die Nationalbank führte auch die Konten des Bundes und erledigte dessen Devisengeschäfte, emittierte dessen Geldmarkt-Buchforderungen und Anleihen, verwahrte dessen Wertpapiere und vermittelte ihm Bankkredite. Im letzten Vierteljahrhundert prägten vor allem Professionalisierung, Automation und – ordnungspolitisch motivierte – Abgrenzungsfragen das Bankgeschäft mit dem Bund.

Um die Nachfrage nach Staatspapieren am Kapitalmarkt zu erhöhen und die Zinslast für den Bund zu senken, versuchten Bund und SNB, die Attraktivität der Bundesanleihen für die professionelle Anlegerschaft zu heben: Seit 1992 stockt der Bund seine Anleihen in mehreren Schritten zu liquiden Jumboanleihen auf. Die Zahl der ausstehenden Anleihen reduzierte sich danach um fast zwei Drittel auf 22, und der durchschnittliche Anleihe-Betrag stieg von 300 Mio. Franken im Jahre 1990 auf über 4 Mrd. Franken für das Jahr 2006. Bund und SNB standardisierten die Auktionen und veröffentlichten seit 1992 jährlich im Voraus einen Emissionskalender. Seit 1998 nimmt die

56 SNB, Protokoll des Bankrates (1984), 27. April, S. 51.

57 Botschaft (1894), S. 593.

58 Eingabe des Banknoteninspektorats (1878), S. 76.

Nationalbank unter bestimmten Bedingungen auch Offerten von Banken aus dem Ausland entgegen⁵⁹, und seit Februar 2001 wickelt sie die Auktion von Bundesanleihen und Geldmarkt-Buchforderungen über eine elektronische Handelsplattform der Eurex praktisch vollautomatisch ab. Hatte der Betrag der ausstehenden Bundesanleihen in den 1980er Jahren praktisch stagniert, so verachtete er sich danach annähernd: Wegen der starken Zunahme der Bundesschuld stieg er bis Ende 2006 auf 95 Mrd. Franken. Inzwischen sind die Bundesanleihen das mit Abstand liquideste Segment und der Angelpunkt des professionellen Obligationenhandels am schweizerischen Kapitalmarkt.

Eine weitere Modernisierung brachte das neue NBG mit der Abschaffung des Schuldbuchs, das die SNB seit 1939 für den Bund geführt hatte. In dieses konnten die Gläubiger ihre Ansprüche aus Bundesanleihen eintragen lassen. Die Schuldbuchforderungen waren – im Gegensatz zu den Bundesanleihen – an der Börse nicht handelbar, denn ursprünglich wollte der Bund damit einen Teil seiner Schuld den Preisschwankungen am Kapitalmarkt entziehen. Für den Verzicht auf leichte Handelbarkeit wurden die Schuldbuch-Gläubiger durch die Unentgeltlichkeit des Bucheintrags entschädigt, während für die Verwahrung von Anleihen die üblichen Bankgebühren zu entrichten gewesen wären. Aus der Sicht des Bundes hatten die Buchforderungen seinerzeit zudem den Vorteil, dass der Aufwand für die Verwaltung und Verarbeitung von Coupons und Titel entfiel, der bei Anleihen entstand. Schliesslich unterlagen die Buchforderungen einer speziellen Bewertungsregel, die auf eine Eigenheit der Emission der Wehranleihe von 1936 zurückging.⁶⁰ Ende des 20. Jahrhunderts unterschieden sich nicht nur Umfeld und Verständnis der Finanzmärkte gegenüber den 1930er Jahren grundlegend, sondern auch die Abwicklung von Wertpapiertransaktionen hatte sich derart verändert⁶¹ und das Volumen der Schuldbucheinträge war so bedeutungslos geworden, dass sich die Abschaffung dieses Instruments aufdrängte.⁶²

10.4.6 Vertragsfreiheit und Entgeltlichkeit als neue Prinzipien

Die ordnungspolitisch motivierten Abgrenzungsfragen bezogen sich vor allem auf den Kreis der begünstigten Bundesinstitutionen und auf den Umfang der Leistungen, welche die Nationalbank unentgeltlich zu erbringen hatte. Sie gaben schliesslich Anlass, die Geschäftsbeziehungen zwischen Bund und SNB im Rahmen der Revision des Nationalbankgesetzes neu zu ordnen.

59 SNB, Protokoll des Direktoriums (1998), 23. April, Nr. 200.

60 Einzelheiten dazu: Boemle et al. (2002), S. 941.

61 ebenda.

62 Botschaft (2002), S. 6274 ff.

Als die SNB das Geschäft mit den Nichtbanken Mitte der 1980er Jahre aufgab, war davon auch ein dem Bund nahe stehendes Unternehmen betroffen. Es ersuchte um Wiedererwägung und blieb in der Folge – gebührenpflichtiger – Kunde der Nationalbank.⁶³ Als es einige Jahre später um Gebührenreduktion bat, liess das Direktorium das Dienstleistungsverhältnis zum Bund überprüfen. Dabei kam es zum Schluss, dass das Recht ihm einen gewissen Entscheidungsspielraum gewährte. Es nutzte ihn, indem es befand, dass Vertragszwang und Unentgeltlichkeit nicht für das ganze Konglomerat von Bundesinstitutionen gelten könnten. Sie bezögen sich nur auf den Bund im engeren Sinn, d. h. auf die Bundesverwaltung und die Institutionen des Bundes ohne eigene Rechtspersönlichkeit sowie solche mit besonderer Nähe zum Bund. Mehr und mehr erachtete die SNB Gratisdienstleistungen an den Staat als fragwürdig und nahm sich im Leitbild von 1994 vor, die Bankdienstleistungen für den Bund möglichst ohne Marktverzerrungen zu erbringen.⁶⁴

1997 diskutierte das Direktorium ein Konzept für die SNB als Bankier des Bundes, nachdem sich eine Bundesinstitution für Global-Custody-Dienste – eine damals neuartige Bankdienstleistung – interessiert hatte. Inspiriert durch die Debatte um New Public Management, Outsourcing und Privatisierung, stellte es sich die Frage, wie aus volkswirtschaftlicher Sicht eine optimale Kundenbeziehung zwischen Bund und Nationalbank aussehen müsste. Es kam zum Schluss, dass es de facto keine Unentgeltlichkeit gab, gingen die Gratisleistungen doch zulasten des Gewinns, d. h. zu zwei Dritteln auf Kosten der Kantone und zu einem Drittel auf Kosten des Bundes. Mochte dieser Aspekt vor der Wiederaufnahme der Gewinnausschüttungen (Vereinbarung von 1992) übersehen worden sein, so wollte ihn das Direktorium nunmehr gebührend berücksichtigen.

Aus Sicht der SNB sprachen somit zwei ordnungspolitische Aspekte – Marktverzerrungen und Beeinträchtigung der Gewinnausschüttungsregel – dafür, die unentgeltlichen Leistungen auf das gesetzliche Minimum zu beschränken. Bei den Lösungen prüfte die Nationalbank jeweils auch, ob nicht andere Anbieter an ihre Stelle treten konnten. Eine solche Auslagerung hatte sich schon früher bewährt, als beispielsweise die Auktion der Geldmarkt-Buchforderungen des Bundes Anfang der 1990er Jahre zu einem letzten Prüfstein für die Selbstbegrenzung der SNB auf die Rolle einer Bank der Banken geworden war. Hohe Geldmarktsätze hatten das breite Publikum 1989 an den Geldmarkt gelockt. Um die Gebühren, welche die Banken erhoben, zu um-

63 SNB, Protokoll des Direktoriums (1986), 4. September, Nr. 297.

64 SNB, Leitbild (1994), S. 8.

gehen, zeichneten Privatpersonen die Geldmarkt-Buchforderungen direkt bei der SNB, die unentgeltlich arbeitete. Bei dieser vervielfachte sich daher die Zahl der Zeichnungen, nachdem zuvor jeweils nur wenige Dutzend Sammelofferten von Banken eingegangen waren. Ihre – auf das Grossistengeschäft ausgerichtete – Infrastruktur war dem Ansturm nicht gewachsen, zumal die Anforderungen an Kundenidentifikation und -dokumentation im Zuge des Kampfs gegen die Geldwäscherei kurz zuvor verschärft worden waren und nun höheren Aufwand verursachten. Das Direktorium diskutierte verschiedene Alternativen, wie die Erhöhung des Mindestzeichnungsbetrags, eine Kommission, den Kapazitätsausbau und den Verzicht auf die Annahme von Zeichnungen aus dem Publikum. Die Befürchtung, wegen eines Nebengeschäfts ins Rampenlicht der Öffentlichkeit zu geraten, sowie Meinungsverschiedenheiten mit dem Finanzdepartement, das die Teilnahme des breiten Publikums in der Hoffnung auf tiefere Zinskosten begrüßte, verzögerten jedoch die Lösung. Die Vertragspartner fanden sie schliesslich darin, dass die PostFinance dem Publikum Bundes-Festgelder anbot und die SNB sich 1993 als Bank der Banken auch im Emissionsgeschäft auf ihre Grossistenrolle zurückzog.

Die PostFinance sprang 2004 ein weiteres Mal ein, als die Armee nach Missbräuchen bei der Truppe eine zeitgemässe Lösung für ihren Bargeldverkehr suchte. Selbst massgeschneiderte Lösungen konnte sie als Trägerin des Massen-Zahlungsverkehrs zu vernünftigen Preisen anbieten. Als Grossistin vermochte die SNB, welche diese Leistung bis dahin erbracht hatte, den modernen Anforderungen im Kunden-Zahlungsverkehr mit vertretbarem Aufwand nicht mehr zu genügen.

Als sich gegen Ende der 1990er Jahre die Totalrevision des Nationalbankgesetzes abzeichnete, überprüfte die SNB ihre Rolle als Bankier des Bundes grundsätzlich und entschied sich schliesslich für das Prinzip von Vertragsfreiheit und Entgeltlichkeit. Beides fand Eingang in das neue Gesetz: Demnach ist die Nationalbank nicht mehr gezwungen, die Bundesaufträge im Bankgeschäft bedingungslos auszuführen, sondern sie kann das Wie und Was als gleichwertige Partnerin mit dem Bund aushandeln. Allerdings darf sie dem Bund ihre Bankdienstleistungen nicht grundsätzlich oder ohne Begründung verweigern.⁶⁵ Sie muss sie erbringen, wenn dieser anderswo keinen gleichwertigen Ersatz findet. Der Bund bleibt – wie bisher – in der Wahl des Dienstleisters frei. Bezieht er die Leistungen von der SNB, muss er sie angemessen entgelten. 2006 bezahlten die Institutionen des Bundes für

65 Botschaft (2002), S.6145.

die bei der Nationalbank bezogenen Bankdienstleistungen insgesamt rund 3 Mio. Franken.

Beim Entscheid zugunsten dieses Prinzips spielten Ertragsüberlegungen für die SNB keine Rolle. Ihre finanzielle Lage hatte sich mit dem Aufbau grosser zinstragender Devisenbestände nach 1970 massiv verbessert und unterschied sich nun grundlegend von den ersten Jahrzehnten nach der Gründung, als die Dienstleistungen für den Bund eine schwere Bürde für die Bank gewesen waren.⁶⁶ Der Entscheid war vielmehr die Folge einer – im Laufe der Jahre gefestigten – ordnungspolitischen Überzeugung, wonach der Bund seine Bankdienstleistungen am besten unter Wettbewerbsbedingungen bezog, so dass der Preis den Appetit zügelte.⁶⁷ Die Gründe, die einst für Unentgeltlichkeit gesprochen haben mochten, waren nicht mehr relevant: Als Entschädigung für das Notenmonopol fiel die Unentgeltlichkeit angesichts der hohen Gewinnausschüttungen nicht mehr ins Gewicht. Auch die Infrastruktur des schweizerischen Bankensystems war inzwischen so gut ausgebaut, dass man die Bankdienstleistungen für den Bund nicht mehr als öffentliche Aufgabe betrachten konnte, welche die SNB zwingend hätte wahrnehmen müssen.⁶⁸

10.4.7 Das Verbot der Kreditgewährung an den Staat

Bei der Revision des Nationalbankgesetzes setzte sich die SNB auch dafür ein, die Norm, die ihr die Kreditgewährung an den Staat verbietet, klarer zu fassen. Das Kreditverbot ist als Prinzip allgemein anerkannt und soll sicherstellen, dass die Notenbank den Staatshaushalt nicht über die Notenpresse finanziert, dadurch den Geldumlauf aufbläht und Inflation verursacht. Im alten Nationalbankgesetz hatte es sich hinter einer Formulierung verborgen, die auf die Gesetzesentwürfe von 1896 und 1899 zurückging⁶⁹, nämlich dass die SNB «bis zur Höhe des Bundesguthabens Zahlungen an Dritte» ausführt (Art. 15 Abs. 1 aNBG). Allerdings hatte das Direktorium bereits wenige Jahre nach der Gründung der Bank beschlossen, von Bund, Kantonen und Gemeinden Schatzanweisungen zu diskontieren. Die entsprechende Ermächtigung liess es sich in der Gesetzesrevision von 1911 nachträglich erteilen. Vor allem im Ersten Weltkrieg und während der Wirtschaftskrise der 1930er Jahre spielte dieses Geschäft eine wichtige Rolle, wobei die SNB die Titel oft direkt

⁶⁶ Jöhr (1915), S. 359.

⁶⁷ Botschaft (2002), S. 6143.

⁶⁸ Botschaft (2002), S. 6140.

⁶⁹ Botschaft (1904), S. 460.

vom Schuldner erwarb.⁷⁰ Haben kritische Beobachter den Kauf von Staatspapieren durch die Notenbank seit je als unbedenklich angesehen, wenn er über den Sekundärmarkt geschah, so gilt er inzwischen allgemein als problematisch, wenn der Staat die Papiere eigens für den Erwerb durch die Notenbank emittiert. Ein Beispiel aus der Geschichte der SNB zeigt warum: Die direkte Übernahme der Schatzanweisungen des Bundes durch die Nationalbank während des Ersten Weltkriegs hatte den Geldkreislauf so aufgebläht, dass gegen Kriegsende eine hohe Inflation folgte (siehe 1.4).⁷¹

Aber auch nach dem Zweiten Weltkrieg gewährte die SNB dem Bund mitunter Kredite, die im Rückblick als problematisch – wenn auch von Umfang und Absichten her weit weniger gravierend als im Ersten Weltkrieg – erscheinen. Man muss sie vor dem Hintergrund des schwierigen Umfelds unter dem Regime der fixen Wechselkurse sehen: Sobald die Nationalbank damals eine konjunkturelle Überhitzung mit höheren Zinsen zu dämpfen versuchte, floss aus dem Ausland Liquidität zu und drohte, die Restriktionspolitik zu unterlaufen: Es gab kein Wechselkursrisiko, das von der internationalen Zinsarbitrage abgeschreckt hätte. Hinzu kam, dass die Mieten schon damals aus politischen Gründen an den Hypothekarzins gekoppelt waren, so dass die Anhebung der Zinsen zuerst einmal einen Teuerungsschub auslöste, bevor sie Konjunktur und Preisaufrtrieb dämpfte.

Die SNB versuchte in dieser Lage oft, Zinserhöhungen zu verzögern.⁷² Weil die Segmente des Kapitalmarkts wie kommunizierende Gefässe zusammenhängen, musste sie dazu in allen Segmenten – also auch am Obligationenmarkt – intervenieren.⁷³ Dabei konzentrierte sie sich aus zwei Gründen auf die Bundesanleihen: Erstens liess sich dadurch die Durchschnittsrendite der Bundesobligationen – der zu jener Zeit wichtigste Zinsindikator – direkt beeinflussen. Zweitens fühlte sich die SNB als Leiterin des Emissionskonsortiums für den Erfolg der Emissionen des Bundes mitverantwortlich. Bei steigendem Zinsniveau liessen sich die Anleihen manchmal nicht voll platzieren, weil Coupon und Emissionskurs nicht mehr marktkonform waren. Das hatte seinen Grund darin, dass der Bund die Konditionen aus technischen Gründen einige Tage vor dem Zeichnungstermin bekannt geben musste. Von solchen Misserfolgen schloss der Markt gerne auf eine Fortsetzung des Zinsauftriebs. Um dies zu verhindern, stützte die Nationalbank den Markt verschiedentlich durch Obligationenkäufe an der Börse.

70 SNB (1957), S. 193 ff.

71 SNB (1982), S. 28.

72 SNB (1982), S. 185 f.

73 SNB, Protokoll des Direktoriums (1979), 15. Februar, Nr. 125/1.

Beim Zusammenbruch des Systems der festen Wechselkurse war der Franken unterbewertet gewesen. Wegen der Aufwertungserwartungen hielt der Kapitalzustrom aus dem Ausland deshalb noch eine geraume Zeit an, so dass die SNB ihre Interventionen am Kapitalmarkt nach 1973 fortsetzte. Zuweilen übernahm sie dabei sogar den ungezeichneten Rest von Bundes- oder Kantonsanleihen. 1977 fanden so beispielsweise drei Viertel einer Bundesanleihe von 500 Mio. Franken den Weg in die Bücher der Nationalbank.⁷⁴ Einen Teil davon parkte sie vorübergehend bei der Bundestresorerie. Sie befürchtete, die Interventionspolitik könnte ihre Wirkung verlieren, wenn die Öffentlichkeit über den periodisch publizierten Bilanzausweis von den Transaktionen erführe.⁷⁵ Die Protokolle enthalten keinen Hinweis darauf, dass das Direktorium in diesen Manipulationen ein Problem gesehen hätte, obwohl der Gesetzgeber von 1904 das Kreditverbot vermutlich umfassender verstanden hatte, als seine unscheinbare Formulierung vermuten liess. Jedenfalls hatte er in der Botschaft zum Entwurf von 1899 festgehalten, dass die SNB Staatsanleihen nicht direkt aus Emission kaufen dürfe.⁷⁶

Zwei voneinander unabhängige Ereignisse brachten indessen eine überraschend schnelle Wende: Als die Nationalbank im Januar 1980 dazu überging, die Bundesanleihen über eine Auktion zu emittieren, fiel ein Anlass für Interventionen – nämlich die Zeitverzögerung zwischen der Kursfestlegung und der Zuteilung der Anleihe an die Zeichner – weg. Auch Misserfolge waren nicht mehr möglich, da bei der Auktion nur noch so viele Obligationen zugeteilt wurden, wie die Bieter zum Auktionspreis erwerben wollten.

Die Marktinterventionen zwischen den Emissionsterminen liess das Direktorium zunächst aber fortsetzen. Doch wenig später änderte es auch diese Praxis, nachdem es entschieden hatte, die Geldmenge teilweise über Offenmarktkäufe am Franken-Obligationenmarkt auszuweiten (siehe 8.1.3). Bei der Ausarbeitung des entsprechenden Konzepts kam die beauftragte Arbeitsgruppe zum Schluss, dass die Offenmarktoperationen die Funktionsweise des Marktes möglichst wenig beeinträchtigen sollten, denn aggressive Offenmarktkäufe könnten Zinsstruktur und Zinstrend verzerren und damit die Lageanalyse für die Geldpolitik erschweren. Unter diesem Blickwinkel erschienen auch die zu diesem Zeitpunkt praktizierten Interventionskäufe zur Beeinflussung des Obligationenmarktes in einem neuen Licht, und die Arbeitsgruppe empfahl, sie zu überdenken. Bereits kurze Zeit später stellte das

74 SNB, Protokoll des Direktoriums (1977), 4. August, Nr. 555/2.

75 SNB, Protokolle des Direktoriums (1977), 30. März, Nr. 244/1; 9. Juni, Nr. 413/1.

76 Botschaft (1899), S. 208 f.

Direktorium fest, dass solche Interventionen im Widerspruch zur Politik der Nationalbank stünden.⁷⁷ Danach waren sie kein Thema mehr. Bei den Offenmarktkäufen wollte das Direktorium unbedingt den Eindruck vermeiden, sie könnten der Finanzierung von Bundesdefiziten dienen.⁷⁸ Interne Richtlinien beschränkten die Offenmarktkäufe Mitte der 1980er Jahre deshalb auf den Sekundärmarkt, und ab 1995 hielten die Vorgaben an die Händler ausdrücklich fest, dass die Käufe die Staatsverschuldung nicht erleichtern durften.⁷⁹

Bei der Totalrevision des Nationalbankgesetzes fand diese Entwicklung ihren Abschluss in einer präzisen Umschreibung des Kreditverbots im Gesetz. Die Formulierung lehnt sich an das europäische Recht an und schliesst jedes Missverständnis aus: «Die Nationalbank darf dem Bund weder Kredite noch Überziehungsfazilitäten gewähren; sie darf auch nicht staatliche Schuldtitel aus Emissionen erwerben» (Art. 11 Abs. 2 NBG).

10.5 Die Auseinandersetzung der Nationalbank mit ihrer Rolle im Zweiten Weltkrieg

PETER KLAUSER

10.5.1 Einleitung

Mitte der 1990er Jahre erlangte die Rolle der Schweiz im Zweiten Weltkrieg innerhalb und ausserhalb des Landes in ungeahnter Weise neue Aktualität. Im Vordergrund der Diskussion standen – neben der Flüchtlingspolitik des Bundes – die Finanzbeziehungen der Schweiz im Zweiten Weltkrieg. Verschiedene Aspekte kamen zur Sprache: Umfang und Schicksal der Vermögenswerte, die Opfern der nationalsozialistischen Herrschaft gehört hatten und vor oder während des Zweiten Weltkriegs in der Schweiz deponiert worden waren (so genannte nachrichtenlose Vermögenswerte), die Goldgeschäfte der Nationalbank während des Krieges sowie die Frage von Nazivermögen, das in die Schweiz gebracht worden war. Im Jahre 1996 baute sich erheblicher Druck – namentlich aus Grossbritannien und den USA – gegen die Schweiz auf. Die massive Kritik an ihrem Verhalten mündete aus in die Forderungen nach Klärung der offenen Fragen und nach Wiedergutmachungszahlungen an Opfer des Nationalsozialismus und deren Nachkommen.⁸⁰

77 SNB, Protokoll des Direktoriums (1981), 12. März, Nr. 152/4.

78 SNB, Protokoll des Direktoriums (1981), 18. Juni, Nr. 360/3.

79 SNB, Protokoll des Direktoriums (1995), 19. Oktober, Nr. 427.

80 Siehe etwa Maissen (1997), S. 13.

In einer Situation, die zunehmend die Züge einer innen- und aussenpolitischen Krise annahm, reagierten die betroffenen Kreise auf verschiedenen Ebenen: Im Mai 1996 einigte sich die Schweizerische Bankiervereinigung mit der World Jewish Restitution Organization, dem World Jewish Congress und der Jewish Agency auf ein Memorandum of Understanding, mit dem ein Komitee (Independent Committee of Eminent Persons, ICEP) eingesetzt wurde. Dieses sollte die Suche nach Vermögenswerten ohne Kundenkontakt bei Schweizer Banken überwachen und ein Verfahren zur Beurteilung von Ansprüchen auf nachrichtenlose Vermögenswerte vorschlagen.⁸¹ Das Komitee stand unter dem Vorsitz des ehemaligen Präsidenten des amerikanischen Federal Reserve Board, Paul Volcker (Volcker-Komitee). Im Oktober 1996 bildete der Bundesrat eine Task Force, welche die Aufgabe hatte, die Schweizer Interessen in der Frage des Umgangs mit Vermögenswerten von Naziopfern durch aktive Kommunikation mit den Zielgruppen zu wahren und die Tätigkeit verschiedener Gremien zu koordinieren. Und im Dezember 1996 verabschiedeten die eidgenössischen Räte einen Bundesbeschluss, der die Grundlage schuf für ein umfassendes Mandat an die Unabhängige Expertenkommission Schweiz – Zweiter Weltkrieg (UEK, Bergier-Kommission) zur Erforschung der wirtschaftlichen und finanziellen Beziehungen der Schweiz mit den kriegführenden Mächten.⁸²

10.5.2 Aufarbeitung der Goldgeschäfte der SNB im Zweiten Weltkrieg

Das Direktorium begrüßte die eingeleiteten Schritte und setzte sich seinerseits zum Ziel, einen namhaften Beitrag zur Aufarbeitung der Goldgeschäfte der Nationalbank im Zweiten Weltkrieg zu leisten. Eine interne Arbeitsgruppe unter der Leitung des damaligen Vizepräsidenten des Direktoriums, Jean-Pierre Roth, begann im Herbst 1996, die Goldtransaktionen der SNB im Zweiten Weltkrieg anhand der Lagerbuchhaltung quantitativ systematisch zu erfassen. Ferner wurden die Archivunterlagen umfassend aufbereitet, um sie in übersichtlicher Form den Forschern der Bergier-Kommission und anderen interessierten Kreisen zugänglich zu machen.

Im März 1997 präsentierte die Nationalbank der Öffentlichkeit eine vollständige Statistik ihrer Goldoperationen während des Zweiten Weltkriegs. Diese umfasste sowohl die auf eigene Rechnung durchgeführten Goldtransaktionen der SNB in der Schweiz und im Ausland als auch die Bewegungen in

81 Maissen (2005), S. 214 ff.

82 Bundesbeschluss betreffend die historische und rechtliche Untersuchung des Schicksals der infolge der nationalsozialistischen Herrschaft in die Schweiz gelangten Vermögenswerte: AS 1996 3487.

den Golddepots, welche ausländische Zentralbanken bei der SNB in Bern unterhielten. Insgesamt hatte die Nationalbank während des Krieges Gold im Wert von 1355 Mio. Franken (netto) von den Achsenmächten (Deutschland, Italien und Japan) erworben. Die Käufe von den Alliierten beliefen sich auf 1823 Mio. Franken (netto). Von 1939 bis Mitte 1945 erhöhte sich der Schweizer Goldbestand um 2122 Mio. Franken. Diese Zunahme schlug sich in Form von Golddepots in New York, London und Ottawa nieder, die indessen blockiert waren. Der Goldbestand in der Schweiz nahm in dieser Zeitspanne dagegen leicht ab. Daneben hielten die Deutsche Reichsbank und andere europäische Zentralbanken damals Depots bei der SNB in Bern, um dadurch ihre gegenseitigen Zahlungen zu vereinfachen. Von 1939 bis 1945 lieferte die Reichsbank Gold im Wert von 1655 Mio. Franken auf ihr Depot in Bern. Davon kaufte die SNB 251,3 Tonnen Gold im Wert von 1224 Mio. Franken an. Das verbliebene Gold verwendete Deutschland für Zahlungen an Portugal, Schweden und andere Staaten.⁸³ Die von der SNB präsentierte Statistik bestätigte im Wesentlichen die quantitativen Angaben, die schweizerische Autoren bereits Mitte der 1980er Jahre – nach Ablauf der Sperrfrist für Archivakten des Bundes – über die Goldgeschäfte der SNB mit der Reichsbank publiziert hatten.⁸⁴

Im Mai 1998 veröffentlichte die Bergier-Kommission, die sich hierfür u. a. auf das – von ihr geprüfte – Zahlenmaterial der SNB gestützt hatte, einen Zwischenbericht über die Goldtransaktionen der Schweiz im Zweiten Weltkrieg. Der Bericht beurteilte die von der SNB während jener Zeit geführte Goldpolitik sehr kritisch. Namentlich warf er dem damaligen Direktorium vor, die Goldkonvertibilität des Frankens aufrecht erhalten zu haben, ohne die politischen und moralischen Konsequenzen dieser Strategie zu berücksichtigen. Besonders eingehend befasste sich die Bergier-Kommission mit der von der SNB am Kriegsende vorgebrachten Rechtfertigung ihrer Operationen mit der Deutschen Reichsbank (siehe 1.7). Die Kommission kam zum Schluss, dass weder der gute Glaube noch die Neutralität, noch die dissuasive Wirkung der Goldtransaktionen als Argumente zu überzeugen vermochten.⁸⁵

Das Direktorium würdigte den Gold-Zwischenbericht als gute, sorgfältig erarbeitete Studie. In seiner öffentlichen Stellungnahme zum Zwischenbe-

83 Roth (1997), S. 1 sowie für die Umrechnungskurse: UEK (2002a), S. 52.

84 Durrer (1984), S. 203; Vogler (1985), S. 70; Rings (1985), S. 197 f. Diese Publikationen stützten sich ihrerseits auf einen Bericht des Nationalbankdirektoriums vom 16. Mai 1946 über «den Goldverkehr der Schweizerischen Nationalbank mit der Deutschen Reichsbank während des Weltkrieges 1939–45.»

85 UEK (1998), S. 129 ff.

richt äusserte es im Einklang mit der Bergier-Kommission die Ansicht, dass das damalige Direktorium in der Frage des guten Glaubens zu kurz gedacht und das internationale Recht zu eng interpretiert hatte. Allerdings hätte die Kommission nach Auffassung der Nationalbank die Möglichkeit in Betracht ziehen müssen, dass das damalige Direktorium seinen Handlungsspielraum unwissentlich unterschätzt hatte. Auch empfand es die SNB als Mangel des Zwischenberichts, dass eine vertiefte Analyse der schweizerischen Wirtschaftspolitik während des Krieges fehlte.⁸⁶

Wie aus dem Zwischenbericht der Bergier-Kommission zudem hervorging, hatte die Deutsche Reichsbank mehr Gold aus Konzentrationslagern auf ihr Depot bei der Nationalbank übertragen, als zuvor angenommen worden war. Eine Studie des US Department of State bezifferte die Menge an Gold aus Konzentrationslagern, das aus dem so genannten Melmer-Konto in neutrale Länder gelangte, mit 37 Kilogramm;⁸⁷ demgegenüber enthielten die Einlieferungen der Reichsbank in ihr Depot bei der SNB gemäss Bergier-Kommission in Barren umgeschmolzenes Gold aus Konzentrationslagern im Gewicht von 119,5 Kilogramm.⁸⁸ Der Zwischenbericht bestätigte indes, dass das Direktorium damals die Herkunft dieses Goldes nicht kennen konnte. In ihrer öffentlichen Stellungnahme dazu vom 18. Juni 1998 bedauerte die SNB «zutiefst, dass die Wirren des Krieges die Nationalbank auf diese Weise in die Schrecken des Holocaust verwickeln konnten.»⁸⁹

In Anbetracht gewisser Defizite des Gold-Zwischenberichts der Bergier-Kommission erachtete das Direktorium eine Vertiefung der wirtschaftspolitischen Aspekte als sinnvoll. Im März 1999 veröffentlichte die SNB eine Studie von zwei wissenschaftlichen Mitarbeitern über die währungspolitischen Hintergründe ihrer Goldtransaktionen im Zweiten Weltkrieg. Die Studie zeigte, dass die Verantwortlichen der Nationalbank mit ihrer Währungspolitik im Zweiten Weltkrieg vor allem drei Ziele verfolgt hatten: Sie wollten das Vertrauen in den Schweizer Franken erhalten, einen übermässigen Inflationsanstieg verhindern und die internationale Zahlungsfähigkeit der Schweiz gewährleisten, um die Versorgung des Landes mit lebenswichtigen Gütern sicherzustellen. Die Aufrechterhaltung der Goldkonvertibilität des Frankens auch in Kriegszeiten erachteten sie als Grundvoraussetzung für das Erreichen dieser Ziele. Die Studie gelangte zum Schluss, dass die Nationalbank diese Ziele im Wesentlichen erreicht hatte. Die Kehrseite der Medaille waren die

86 Roth (1998), S. 2.

87 Eizenstat (1997), S. 168.

88 UEK (1998), S. 209; siehe auch die genaue Zahl in UEK (2002a), S. 69.

89 Roth (1998), S. 3.

damit verbundenen Käufe von Gold von der Deutschen Reichsbank, dessen Herkunft mit zunehmender Kriegsdauer immer zweifelhafter geworden war. Nach Auffassung der Autoren erhielt die SNB im Laufe des Jahres 1943 einen währungspolitischen Handlungsspielraum, der ihr erlaubt hätte, die Goldgeschäfte mit der Reichsbank rascher zu drosseln. Dass er nicht genutzt wurde, schrieben die Autoren einer falschen Einschätzung der politischen, juristischen und moralischen Aspekte dieser Goldtransaktionen durch die damalige Notenbankleitung zu.⁹⁰

Die SNB stellte die Studie als Forschungsbeitrag der Bergier-Kommission zur Verfügung. Die Erkenntnisse daraus flossen ein in den Schlussbericht der Kommission über die Schweiz und die Goldtransaktionen im Zweiten Weltkrieg, der im Frühjahr 2002 publiziert wurde.⁹¹ Das Direktorium bedauerte bei dieser Gelegenheit erneut, dass die Notenbankleitung damals der Problematik des Raubgoldes keine grössere Beachtung geschenkt hatte.⁹² Die Bergier-Kommission beendete ihr Mandat Ende Dezember 2001. Der Syntheschlussbericht der Kommission, der im März 2002 in vier Sprachen erschien, behandelte nochmals in verdichteter Form die Goldtransaktionen der SNB im Zweiten Weltkrieg.⁹³

10.5.3 Beitrag der Nationalbank an den Holocaust-Fonds

Um die Jahreswende 1996/97 verstärkte sich die ausländische Kritik am Umgang der schweizerischen Banken mit nachrichtenlosen Vermögenswerten, und in den USA begannen einzelne Behörden, Sanktionen und Boykotte gegen schweizerische Unternehmen zu erwägen.⁹⁴ Am 5. Februar 1997 gaben die Grossbanken bekannt, dass sie zusammen 100 Mio. Franken in einen Fonds für die Opfer des Holocaust einzahlen würden. Der Bundesrat verabschiedete darauf am 26. Februar 1997 eine Verordnung, welche die Schaffung eines «Spezialfonds zugunsten bedürftiger Opfer von Holocaust/Shoa» vorsah⁹⁵; er schloss aber eine finanzielle Beitragsleistung des Bundes aus, da er den Erkenntnissen der Bergier-Kommission nicht vorgreifen wollte.

Für das Direktorium stellte sich die Frage, ob sich die Nationalbank an der Finanzierung des Holocaust-Fonds beteiligen sollte. Die Goldgeschäfte

90 Crettol und Halbeisen (1999), S. 53 ff.

91 UEK (2002a), S. 145, 246.

92 SNB, Medienmitteilung vom 25. März 1999, S. 2.

93 UEK (2002b), S. 243–260.

94 Maissen (2005), S. 290, 295.

95 AS 1997 811.

der SNB im Zweiten Weltkrieg hatten bereits Gegenstand des Washingtoner Abkommens vom 25. Mai 1946 gebildet. Darin hatte die Schweiz es übernommen, sich mit 250 Mio. Franken am Wiederaufbau Europas zu beteiligen, wobei die SNB 100 Mio. Franken an diese Zahlung beisteuerte (siehe 2.2.3). Im Gegenzug hatten die Alliierten auf alle weiteren Ansprüche auf das Gold verzichtet, das die Schweiz während des Krieges von Deutschland übernommen hatte. Die SNB verfolgte mit Besorgnis, wie ihre Goldgeschäfte im Zweiten Weltkrieg Anfang 1997 dennoch zunehmend öffentlich debattiert wurden. In einem Bericht des Britischen Aussenministeriums waren die Verhandlungen zwischen der Schweizer Delegation und den Alliierten vom Frühjahr 1946 in Washington breit aufgerollt und der Eindruck erweckt worden, die Schweiz sei mit einer Saldo-Zahlung von 250 Mio. Franken – in Anbetracht der seit 1943 von den Alliierten geäusserten Warnungen vor geraubten Nazi-Vermögenswerten – zu gut weggekommen.⁹⁶ Für das Direktorium stand ausser Frage, dass die Verhandlungen über das Washingtoner Abkommen zwischen der Schweiz und den alliierten Ländern in Kenntnis der Tatsachen über die Goldoperationen zwischen der Deutschen Reichsbank und der SNB geführt worden waren,⁹⁷ und dass hierauf nicht mehr zurückzukommen war.⁹⁸ Dennoch entschied das Direktorium, einen Beitrag von 100 Mio. Franken an den schweizerischen Holocaust-Fonds zu leisten. Vor allem das Mitgefühl mit den Menschen, die noch Ende des 20. Jahrhunderts unter den Folgen der nationalsozialistischen Herrschaft litten, aber auch einige dunkle Seiten im Verhalten der Nationalbankverantwortlichen im Zweiten Weltkrieg bewogen es zu diesem Schritt. Die Nationalbank machte diese Absicht am 5. März 1997 – zeitgleich mit der Rede von Bundespräsident Koller (siehe 9.3.1) – öffentlich bekannt.

Den Umfang der finanziellen Beteiligung der Nationalbank legte man auf der Basis der Erträge fest, welche die SNB aus ihren Goldgeschäften mit der Deutschen Reichsbank erzielt hatte und die sich damals auf 20 Mio. Franken beliefen. Dieser Betrag liess sich den systematisch aufbereiteten internen Quellen entnehmen. Da sich der Preis des Goldes in Schweizer Franken zwischen 1940 und 1997 verdreieinhalbfacht hatte, schätzte die SNB den Wert dieses zusätzlichen Vermögens auf 70 Mio. Franken. Angesichts der humanitären Natur des Fonds sowie mit Blick auf die Beiträge anderer wichtiger

96 Rifkind-Report (1996), S. 7 ff. Allerdings hatte dieser Bericht die deutschen Goldlieferungen in die Schweiz fälschlicherweise mit 2,2 Mrd. (statt 1,2 Mrd.) Franken veranschlagt: Dazu Maissen (2005), S. 228.

97 Was in der Folge auch die Abklärungen der Bergier-Kommission bestätigten: UEK (1998), S. 203 ff.

98 SNB, 90. Geschäftsbericht 1997, S. 50.

Geldgeber schien dem Direktorium eine Beteiligung der Nationalbank in der Höhe von 100 Mio. Franken angemessen.⁹⁹ Der Bundesrat begrüsst die Beitragsleistung der SNB als Sofortmassnahme, mit der sich die offizielle Schweiz den Anstrengungen der privaten Wirtschaft zur Unterstützung bedürftiger Holocaust-Opfer anschliesse.

Gestützt auf die Überlegungen des SNB-Rechtsdienstes sowie auf ein Gutachten des Bundesamtes für Justiz waren Direktorium und Bundesrat zur Auffassung gelangt, dass das Nationalbankgesetz keine ausreichende Grundlage für eine solche Fondseinlage bieten würde. Vielmehr wurde die Beitragsleistung, die immerhin ein Sechstel der damaligen jährlichen Gewinnausschüttung ausmachte (siehe 8.4.4), als eine neue öffentliche Aufgabe der SNB erachtet, mit welcher schwergewichtig aussenpolitische Ziele verfolgt werden sollten. Mit dieser Einschätzung stand im Einklang, dass die Nationalbank für ihren seinerzeitigen Beitrag an die Zahlung von 250 Mio. Franken im Rahmen des Washingtoner Abkommens 1946 eine Ermächtigung der eidgenössischen Räte in Form eines einfachen Bundesbeschlusses erhalten hatte (siehe 2.2.3).¹⁰⁰ Mit einer Botschaft vom 25. Juni 1997 unterbreitete daher der Bundesrat den eidgenössischen Räten den Entwurf für einen allgemein verbindlichen Bundesbeschluss, der eine spezielle Rechtsgrundlage für die Beteiligung der SNB am Holocaust-Fonds schaffen sollte. Im Botschaftstext hob der Bundesrat hervor, dass die Begründung für den SNB-Beitrag in keiner Art und Weise den Untersuchungen der Expertenkommission Bergier vorgehen wolle. Es hiess darin sogar: «Soweit die Botschaft Wertungen zu den heute bekannten historischen Fakten enthält, widerspiegelt sie die Auffassung der SNB. Der Bundesrat behält sich eine abschliessende Würdigung zu einem späteren Zeitpunkt ausdrücklich vor».¹⁰¹

Im Verlaufe von Anhörungen durch die Rechtskommission des Nationalrats Ende August 1997 vertraten die Professoren Leo Schürmann und Peter Nobel eine gegenüber der Linie von Bundesrat und Nationalbank abweichende Rechtsposition. Sie argumentierten, die Grundlage für die Ausrichtung des vorgesehenen Beitrags ergebe sich aus der Rechtsnatur der SNB als einer spezialgesetzlichen Aktiengesellschaft des Bundesrechts und ihrer Selbstverantwortung für die Wahrung ihres Ansehens. Die SNB könne in eigener Kompetenz handeln, weil der Beitrag wegen seines Konnexes mit den Goldgeschäften im Zweiten Weltkrieg durch den Gesellschaftszweck ge-

99 Botschaft (1997), S. 1371.

100 BBl 1946 III 989, AS 1946 1061 f.

101 Botschaft (1997), S. 1363.

deckt sei, klar im öffentlichen Interesse liege und von der Grössenordnung her verhältnismässig erscheine. Professor Daniel Thürer äusserte in der Anhörung die Meinung, die eidgenössischen Räte hätten die Wahl, die Nationalbank zur Beitragsleistung an den Holocaust-Fonds mittels allgemeinverbindlichem Bundesbeschluss zu ermächtigen oder aber – unter Anerkennung einer einschlägigen Befugnis der SNB – auf eine eigene Beschlussfassung zu verzichten.

Die Rechtskommission des Nationalrats folgte mehrheitlich der Auffassung der Professoren und beschloss Nichteintreten auf die Vorlage des Bundesrats. Ebenso taten dies das Plenum des Nationalrats und des Ständerats mit Beschlüssen vom 29. September bzw. vom 7. Oktober 1997.¹⁰² In der Debatte des Nationalrats fielen teils polemische Worte, etwa in der Art, die Nationalbank habe Angst vor ihrer eigenen mutigen Idee bekommen und wolle gewissermassen «ihre Verantwortung an der Garderobe des Parlamentes» abgeben.¹⁰³ Die SNB betone ja bei anderer Gelegenheit ebenfalls ihre Unabhängigkeit und Selbstverantwortlichkeit. Ganz offensichtlich scheuten indessen die eidgenössischen Räte das Risiko, dass der SNB-Beitrag zum Fonds – angesichts des wachsenden innenpolitischen Unmuts über die ausländischen Druckversuche – in einem allfälligen Referendum gegen den Bundesbeschluss vom Volk abgelehnt werden könnte. Einer der Ständeräte sprach diesen Grund offen an und bemerkte, dass «das Vertrauen des Volkes in das Parlament dadurch nicht gerade gestärkt» werde.¹⁰⁴ In den Parlamentsdebatten kam aber in der Sache selbst breite Zustimmung zur Fondseinlage der Nationalbank zum Ausdruck.

Das Direktorium hatte sich auf diesen Verfahrensausgang vorbereitet und beantragte dem Bankrat bereits in der Sitzung vom 31. Oktober 1997, eine Einlage von 100 Mio. Franken in den Holocaust-Fonds zu beschliessen. Es hielt dazu fest, die SNB habe mit ihrer ursprünglichen, bewusst vorsichtigen Linie vermeiden wollen, sich dem Vorwurf einer mangelnden demokratischen Abstützung dieser politisch brisanten Zahlung auszusetzen. Wenn nun aber das Parlament ein gesetzgeberisches Verfahren für die Fondseinlage als unnötig erachte, scheine es vertretbar, dass die SNB die vorgesehene Beitragsleistung in eigener Kompetenz beschliesse.¹⁰⁵ Der Bankrat hiess daraufhin die Fondseinlage gut. Am 3. November 1997 überwies die Nationalbank den Betrag auf das Konto des Holocaust-Fonds.

102 Amtl. Bull. NR (1997), S. 1792 ff., 1805; Amtl. Bull. SR (1997), S. 913 ff., 922.

103 Votum NR Grendelmeier, Amtl. Bull. NR (1997), S. 1798.

104 Votum SR Rhinow, Amtl. Bull. SR (1997), S. 918.

105 SNB, Beitrag der SNB (1997).

Zusammen mit den Beiträgen der Privatwirtschaft kamen insgesamt rund 275 Mio. Franken für den Holocaust-Fonds zusammen, die sich mit den Zinsen zuletzt auf rund 295 Mio. Franken erhöhten. Der Fonds leistete aus diesen Mitteln Unterstützungszahlungen an bedürftige Personen, die aus Gründen der Rasse, der Religion, der politischen Anschauung oder aus anderen Gründen verfolgt oder sonstwie Opfer von Holocaust/Shoa geworden waren, sowie an deren bedürftige Nachkommen, wobei er ein Schwergewicht in Osteuropa setzte. Die Verteilung beanspruchte vier Jahre. Die SNB übernahm 1998 noch Kosten von 2,5 Mio. Franken für die externe Revision des Holocaust-Fonds.¹⁰⁶

10.5.4 Nachrichtenlose Vermögenswerte bei der Nationalbank

Das Nationalbankgesetz von 1905 ermächtigte die Nationalbank, in einem gewissen Umfang Geschäfte mit in- und ausländischen Privatpersonen zu tätigen. Die SNB sah diese Tätigkeit in den ersten Jahren als «ergänzenden Geschäftszweig» an.¹⁰⁷ Sie gab das Privatkundengeschäft, das mit den eigentlichen Aufgaben einer Zentralbank wenig gemein hatte, Mitte der 1980er Jahre endgültig auf (siehe 10.4.4).

Im Rahmen ihrer umfangreichen Recherchen rund um die Finanzbeziehungen im Zweiten Weltkrieg stiess die Nationalbank im Frühjahr 1997 auch auf einige Konto-, Depot- und Schrankfachbeziehungen, die letztlich ebenfalls der damaligen Problematik der nachrichtenlosen Vermögenswerte zuzuordnen waren. Diese liessen sich in drei Kategorien einteilen:

- Nachrichtenlose Vermögenswerte, welche die SNB unter dem Regime des Bundesbeschlusses vom 20. Dezember 1962 über die in der Schweiz befindlichen Vermögen rassistisch, religiös oder politisch verfolgter Ausländer oder Staatenloser¹⁰⁸ der Justizabteilung des Eidgenössischen Justiz- und Polizeidepartements gemeldet hatte. Es handelte sich um vier Fälle: drei Konten im Gesamtbetrag von rund 28 000 Franken und ein Depot mit einer nicht mehr eruierbaren Anzahl von Goldmünzen. Die entsprechenden Werte waren seinerzeit an den «Fonds erblose Vermögen»¹⁰⁹ geflossen.
- Auf bankeigene Konten übertragene Guthaben ehemaliger in- und ausländischer Kunden. Es handelte sich um acht Fälle im Gesamtbetrag von ca. 15 000 Franken, wovon rund 11 000 Franken auf ausländische Kunden entfielen.

¹⁰⁶ SNB, 91. Geschäftsbericht 1998, S. 82.

¹⁰⁷ SNB (1932), S. 313.

¹⁰⁸ BBl 1963 I 23.

¹⁰⁹ Botschaft (1974), S. 803.

- 1997 noch vorhandene Unterlagen über zwei nicht erledigte Schrankfachbeziehungen aus der Zeit zwischen 1925 und 1945. In den beiden Depots befanden sich Dokumente, aber keine Vermögenswerte.

Problematisch waren in den Augen des Direktoriums die auf SNB-eigene Konten umgebuchten Guthaben. Zwar betraf die Mehrzahl der Fälle entweder Inländer oder Umbuchungen vor 1934, so dass ein Zusammenhang zwischen den betroffenen Kunden und den Verfolgungen durch das nationalsozialistische Regime in Deutschland ausgeschlossen werden konnte. Auch hatte das Übertragen auf eigene Konten einer damaligen Praxis im Bankgeschäft entsprochen. Dennoch entschied das Direktorium, die Öffentlichkeit über das Ergebnis der Nachforschungen zu orientieren. Dabei wies die Nationalbank darauf hin, dass die Rechtsansprüche der betreffenden Personen bzw. ihrer Erben gewahrt blieben.¹¹⁰ Ferner stellte die SNB den Bericht über ihre Abklärungen der Bergier-Kommission zur Verfügung.

Kurze Zeit danach, Ende Juni 1997, richteten das Volcker-Komitee, die Eidgenössische Bankenkommision (EBK) und die Schweizerische Bankiervereinigung ein Verfahren ein, welches die Beurteilung von Ansprüchen auf nachrichtenlose Vermögenswerte bei Schweizer Banken regelte, die aus der Zeit vor dem Zweiten Weltkrieg stammten. Zu diesem Zweck wurde ein spezielles Schiedsgericht (Claims Resolution Tribunal, CRT) mit Sitz in Zürich geschaffen.¹¹¹ Gleichentags richtete die EBK ein Rundschreiben an die Banken mit der Anweisung, bei ihnen liegende, vor dem 9. Mai 1945 hinterlegte nachrichtenlose Vermögenswerte aufzulisten und einer speziell damit beauftragten Revisionsfirma zwecks weltweiter Veröffentlichung der Kundenamen zu melden.

Obwohl als Zentralbank nicht Adressat des EBK-Rundschreibens, entschied die SNB, dem Aufruf Folge zu leisten und sich unter Kostenfolge am Schiedsverfahren des CRT zu beteiligen. Anders als die Geschäftsbanken, die zu diesem Zweck das «Schutzschild EBK» brauchten, sah sich die SNB bei der Publikation der Namen von privaten Kunden nicht vor rechtliche Probleme im Zusammenhang mit dem Bankgeheimnis gestellt. Sie konnte sich vielmehr auf die (analog anzuwendende) Regelung des Bundes stützen, die damals eine Sperrfrist von 35 Jahren für archivierte Unterlagen vorsah.

Die SNB meldete in der Folge neun nachrichtenlose Privatkundenbeziehungen an; die Namen dieser Personen figurierten auf den am 23. Juli 1997 und am 29. Oktober 1997 weltweit publizierten Listen von nachrichtenlosen

¹¹⁰ SNB, Medienmitteilung vom 11. April 1997.

¹¹¹ Dazu im Einzelnen: Maissen (2005), S. 457 ff.

Vermögenswerten in der Schweiz. Auf diese neun Anmeldungen hin wurden insgesamt 13 Ansprüche geltend gemacht. Davon hiess das CRT zwei Ansprüche gut, die erwartungsgemäss keinen Bezug zum Holocaust hatten. Im einen Fall konnte die SNB den betreffenden Geldbetrag an die Erbin des früheren Deponenten auszahlen; im anderen stellte sie der erbberechtigten Person den Inhalt des gemieteten Schrankfachs zur Verfügung. Das Direktorium nahm im Januar 2001 vom Abschluss des Verfahrens und dem auf die SNB entfallenen Kostenanteil von rund 25 000 Franken Kenntnis. Mit der Mitwirkung am Such- und Schiedsverfahren wollte die Nationalbank ein Zeichen setzen, dass sie die Problematik der nachrichtenlosen Vermögen auch im eigenen Hause ernst nahm.

10.5.5 Sammelklagen gegen die Nationalbank

Am 3. Oktober 1996 reichten Überlebende des Holocaust beim US District Court in Brooklyn/New York eine Sammelklage («class action») gegen die Schweizerische Bankgesellschaft, den Schweizerischen Bankverein und weitere, nicht namentlich genannte «Banking Institutions» ein, mit der sie 20 Mrd. Dollar forderten für Vermögenswerte, die bei Schweizer Banken während des Zweiten Weltkriegs deponiert und Opfern des Holocaust vorenthalten worden seien (Klage Weisshaus et al.). Eine weitere, unbezifferte Sammelklage (Friedman et al.) wurde am 17. Oktober 1996 beim gleichen Gericht gegen die drei Schweizer Grossbanken und die Schweizerische Bankiervereinigung als «co-conspirator» eingereicht. Eine dritte Sammelklage, die zusätzlich geplündertes und in die Schweiz transferiertes Eigentum ansprach, brachte der World Council of Orthodox Jewish Communities am 29. Januar 1997 gegen Schweizer Banken beim selben Gericht ein.¹¹² Weil die Klägerklassen im Wesentlichen übereinstimmten, wurden die Sammelklagen in der Folge vom zuständigen Richter, Edward Korman, zusammengelegt.

Aus der Klageschrift Weisshaus ging die Absicht der Kläger hervor, neben den Schweizer Grossbanken auch «public banks», «quasi-governmental banks» und «governmental banks» einzuklagen. Die Nationalbank musste deshalb damit rechnen, früher oder später ebenfalls in Sammelklageverfahren in den USA einbezogen zu werden. Das Direktorium entschied, durch eine Anwaltsfirma in New York, mit der die SNB bereits früher zusammengearbeitet hatte, die Sammelklageverfahren gegen die Schweizer Geschäftsbanken sorgfältig beobachten zu lassen und sich vorsorglich auf eine gegen sie gerichtete «class action» vorzubereiten. Der SNB war bewusst, dass sich ihre

¹¹² Dazu im Einzelnen: Maissen (2005), S. 244 ff.

Situation, falls sie in einen solchen Prozess einbezogen würde, in zweierlei Hinsicht von jener der Grossbanken unterschied: Zum einen hatte die Nationalbank keine Geschäftsniederlassungen und damit kein Rechtsdomizil in den USA. Die Frage der allfälligen Zuständigkeit eines US-Gerichts für Klagen gegen die SNB würde sich somit anders stellen. Zum anderen war die SNB eine Zentralbank, die in gewissem Umfang staatliche Immunität würde beanspruchen können. Die vorsorgliche Abklärung dieser und anderer Aspekte war vom Bestreben geleitet, in den USA angelegte Währungsreserven vor einer allfälligen gerichtlichen Blockierung zu schützen.

Im Frühjahr 1998 verdichteten sich die Hinweise, dass in den USA eine Sammelklage gegen die Nationalbank vorbereitet wurde. Nicht nur die Schweizer Botschaft in Washington, sondern auch die Medien in den USA berichteten über entsprechende Pläne des Anwalts Michael Hausfeld, der bereits die Sammelklage Friedman in New York vertrat. Der Grund dafür war ein zweifacher: Zum einen stand die Veröffentlichung des Zwischenberichts der Bergier-Kommission über die Goldgeschäfte der SNB im Zweiten Weltkrieg bevor (siehe 10.5.2); davon erhofften sich die interessierten Kreise neue, für die SNB nachteilige Informationen. Zum anderen traten die Sammelkläger in eine entscheidende Phase mit Blick auf einen Vergleich mit den Grossbanken: Am 27. März 1998 wurde bekannt, dass Verhandlungen unter der Vermittlung von US-Unterstaatssekretär Stuart Eizenstat und mit der Beteiligung des World Jewish Congress aufgenommen werden sollten. Die Klägerseite strebte dabei ein «global settlement» an, an dem sich neben den Grossbanken weitere Kreise, insbesondere die Schweizer Regierung und die Nationalbank, beteiligen sollten. Mit der Klagedrohung wollte man die SNB an den Verhandlungstisch zwingen. Amerikanische Regierungsvertreter warfen in vertraulichen Gesprächen mit dem Präsidenten des Direktoriums, Hans Meyer, unverhohlen die Frage auf, ob die SNB sich denn nicht vor einem «class action»-Verfahren in den USA fürchte.

In dieser Situation bezog die Nationalbank, nach einlässlicher Diskussion der Angelegenheit im Bankausschuss, am 3. April 1998 öffentlich wie folgt Stellung: «Wir sind entschlossen, einer allfälligen Klage [...] mit allen uns zur Verfügung stehenden Rechtsmitteln entgegenzutreten, zumal wir die Zuständigkeit amerikanischer Gerichte in unserem Falle bestreiten. Eine aussergerichtliche Regelung steht für uns nicht zur Diskussion.»¹¹³ Im Weiteren traf das Direktorium ohne Verzug die nötigen Dispositionen, um für den Fall einer vorläufigen Blockierung («prejudgement attachment») über einen mög-

113 SNB, Medienmitteilung vom 3. April 1998.

lichst hohen Anteil an Währungsreserven verfügen zu können. Auf diese Weise war sichergestellt, dass ein allfälliges Gerichtsverfahren in den USA die Führung der schweizerischen Geld- und Währungspolitik nicht ernsthaft würde beeinträchtigen können.

Als sich die Verhandlungen zwischen den Anwälten der Sammelkläger und den Grossbanken im Juni 1998 angesichts unterschiedlicher Vorstellungen über die Vergleichssumme zuspitzten und weder Bundesrat noch Nationalbank willens waren, an ein Settlement Agreement finanziell beizutragen,¹¹⁴ reichten die Anwälte Melvyn Weiss und Michael Hausfeld am 29. Juni 1998 beim US District Court of Columbia (Washington DC) im Namen von Holocaust-Opfern die angekündigte, betragsmässig nicht bezifferte Sammelklage (Rosenberg et al.) gegen die SNB ein. Die Rechtsbegehren lauteten auf Rechenschaftsablage über die Goldgeschäfte der Nationalbank mit der Deutschen Reichsbank, die Rückgabe aller den Sammelklägern unter der Nazi-Herrschaft geraubten Güter (im aktuellen Gegenwert), die Zahlung von Schadenersatz sowie die Herausgabe aller auf den Goldgeschäften erzielter Profite. Zu jenem Zeitpunkt hatte die SNB zusammen mit ihren US-Anwälten indessen bereits ein umfassendes rechtliches Abwehrdispositiv aufgebaut, das verschiedene Elemente enthielt: So beharrte die Nationalbank u. a. darauf, dass ihr die Klage nach den Vorschriften des Haager Übereinkommens über die Zustellung gerichtlicher und aussergerichtlicher Schriftstücke im Ausland in Zivil- und Handelssachen¹¹⁵ zugestellt werde. Das Zustellprozedere führte daher zwangsläufig über die Bundesbehörden in Bern. Diese prüften eingehend die Frage, ob das amerikanische Zustellungsersuchen, gestützt auf Art. 13 des Haager Übereinkommens, zurückgewiesen werden könne, weil es geeignet sei, in die schweizerische Souveränität einzugreifen. Im August 1998 überreichte das Bundesamt für Polizeiwesen der US-Botschaft in der Schweiz eine Note, welche auf diese Bedenken hinwies. Parallel dazu erarbeiteten die SNB-Anwälte im Sommer 1998 den Entwurf einer Klageantwort. Ihren Abweisungsantrag stützte die Nationalbank vorab auf die These, dass sie als Zentralbank der Schweiz und Organ des Staates immun sei, auf ihre Immunität niemals verzichtet habe und die Klage sich nicht auf eine kommerzielle Aktivität der SNB in den USA beziehe (sovereign immunity). Ferner machte die Nationalbank geltend, dass sämtliche Handlungen, aus denen die Sammelkläger Forderungen ableiteten, sich ausserhalb der USA ereignet hatten, die Kläger Aussicht auf ein korrektes, unparteiisches Verfahren in der Schweiz hätten und

114 Dazu Maissen (2005), S. 400 ff, 405.

115 SR 0.277.131.

für den US-Richter darum kein Anlass bestehe, über die erhobenen Ansprüche zu entscheiden (*forum non conveniens*). Nach dem Willen der Nationalbank sollte die Klage bereits an prozeduralen Hürden scheitern, damit der Richter ihre Substanz gar nicht würde prüfen müssen.

Es kam jedoch weder zu einer rechtsgültigen Zustellung noch gar zu einer prozeduralen Beurteilung der Sammelklage Rosenberg. Am 12. August 1998 wurde unter Federführung von Richter Korman in New York ein Vergleich zwischen den Anwälten der Sammelkläger und den Schweizer Grossbanken erzielt, mit welchem nicht nur die hängigen Verfahren gegen die Grossbanken, sondern auch sämtliche Ansprüche gegen die Schweizer Regierung, die SNB, die übrigen Schweizer Banken und die Schweizer Industrie erledigt wurden.¹¹⁶ Aus dem später detailliert ausformulierten Abkommenstext ging zweifelsfrei hervor, dass das Settlement Agreement die Ansprüche der Klägerklasse gegen die SNB mitumfasste.

Die Grossbanken hofften nun, dass ihnen Nationalbank, Bund und andere Branchen, die vom Settlement Agreement profitierten, einen Beitrag an die Vergleichssumme von 1,25 Mrd. Dollar zahlen würden. Sie richteten ein entsprechendes Begehren auch an die SNB. Der Bankrat, dessen Zuständigkeit zur Beurteilung dieser Frage seit der Parlamentsdebatte über die Einlage der SNB in den Holocaust-Fonds etabliert war, lehnte es indessen in einer Sondersitzung am 21. Oktober 1998 mit klarem Mehr ab, einen finanziellen Beitrag an den Bankenvergleich zu leisten. In der gleichentags veröffentlichten Pressemitteilung wies die Nationalbank auf die Regelung im Rahmen des Abkommens von Washington 1946 sowie auf ihre massgebliche Einlage in den Holocaust-Fonds hin und betonte, sie habe sich an keinen Vergleichsverhandlungen beteiligt.¹¹⁷ Die dezidierte Haltung der SNB wurde vom Bundesrat und allen politischen Parteien begrüsst.¹¹⁸

Das Verfahren zur Genehmigung des Vergleichs durch Richter Korman verlief langsam. Im Sommer 1999 konnten die Holocaust-Opfer ihre Ansprüche anmelden. Während einiger Zeit war unklar, ob die von Moshe Sanbar, dem Präsidenten des Center of Organizations of Holocaust Survivors in Israel, vertretenen Überlebenden sich vom Vergleich ausschliessen und ihre Ansprüche separat verfolgen würden. Moshe Sanbar, früherer israelischer Notenbankpräsident, sprach sich mehrfach öffentlich dafür aus, dass die SNB ihrerseits noch Mittel in Milliardenhöhe an die Holocaust-Opfer bezahlen

116 Maissen (2005), S. 426.

117 SNB, Medienmitteilung vom 21. August 1998.

118 Maissen (2005), S. 431.

müsse. Der Präsident des Direktoriums, Hans Meyer, hatte ihm allerdings bereits im Dezember 1998 den ablehnenden Standpunkt der Nationalbank in einem Gespräch erläutert. Schliesslich ging bloss eine geringe Zahl von Ausschlussklärungen («opt outs») bei Richter Korman ein. Nach Durchführung so genannter Fairness-Hearings erteilte Richter Korman dem Vergleich am 26. Juli 2000 die definitive Genehmigung. In der entsprechenden Anordnung figurierte auch «Rosenberg et al. v. Swiss National Bank» unter den erledigten Klagen, wobei Richter Korman in seiner Fairness-Beurteilung «the intransigence of the government of Switzerland and the Swiss National Bank in refusing to contribute to the settlement fund, and in interposing obstacles to the effective prosecution of plaintiffs' legal claims»¹¹⁹ hervorhob – beredter Ausdruck der Verärgerung eines US-Bezirksrichters, dem es offenbar schwer fiel, einen ausländischen Staat bzw. seine Zentralbank nicht ins Recht fassen zu können. Mit Beschluss des US District Court of Columbia vom 30. Mai 2001 wurde die Sammelklage Rosenberg dann auch formell erledigt. Die SNB hatte für die Abwehr der Klage Anwaltskosten von rund 2,6 Mio. Franken aufgewendet.

Dies blieb aber nicht die einzige Sammelklage, mit der die Nationalbank in den USA im Zusammenhang mit den Schatten des Zweiten Weltkriegs konfrontiert wurde. Im November 1999 leitete eine Gruppe von serbischen, jüdischen und ukrainischen Klägern beim US District Court, Northern District of California, in San Francisco eine Sammelklage ein (Alperin et al.). Sie richtete sich zunächst gegen die Vatikanbank (IOR) sowie den Franziskaner Orden. Später wurde die Klage zweimal ergänzt, wobei im August 2000 auch die SNB als Beklagte benannt wurde. Die Kläger machten geltend, sie wären Opfer der Verfolgungen durch das faschistische Ustascha-Regime in Kroatien. Sie warfen der Nationalbank vor, sie hätte bei der Verwendung von Raubgold mitgewirkt, indem sie Golddepots der damaligen kroatischen Zentralbank entgegengenommen habe.

Interne Abklärungen ergaben, dass die SNB 1944 von der kroatischen Nationalbank in der Tat insgesamt 1338 Kilogramm Gold ins Depot genommen hatte. Zudem bestand am Kriegsende ein Kontoguthaben dieser Bank von rund 2,6 Mio. Franken bei der SNB. Sämtliche Werte wurden 1945 als Guthaben der neuen Jugoslawischen Notenbank zur Verfügung gestellt. Trotz dieser für die SNB günstigen Sachlage musste das Gerichtsverfahren ernst genommen werden. Es war nämlich unsicher, ob die SNB im Sammelklageverfahren Alperin den New Yorker Vergleich vom 12. August 1998 würde

¹¹⁹ Holocaust victim assets litigation (2000), S. 14.

anrufen können. Der Vergleich band explizit die Opfer der Nazi-Verfolgung, soweit sie jüdischen Glaubens, Zigeuner, Zeugen Jehovas, Homosexuelle oder geistig oder körperlich Behinderte waren. Serbische oder ukrainische Opfer fielen nicht darunter.

Die Nationalbank baute daher wiederum ein komplettes rechtliches Abwehrdispositiv auf. Dabei konnten ihre US-Anwälte auf die Vorarbeiten im Fall Rosenberg zurückgreifen. Erneut bestand die SNB auf einer Zustellung der Klage gemäss Haager Übereinkommen. In der Folge trieben die Sammelkläger das Verfahren gegen die SNB nicht weiter, sondern konzentrierten sich auf die Vatikanbank und den Franziskaner Orden als Beklagte. Am 25. Juni 2002 zogen die Sammelkläger schliesslich die Klage Alperin et al. zurück, soweit sie sich gegen die SNB gerichtet hatte. Sie schätzten ihre Erfolgsaussichten offenkundig als gering ein. In der amerikanischen wie der schweizerischen Öffentlichkeit fand der Fall Alperin bei weitem nicht dieselbe Aufmerksamkeit wie der frühere Fall Rosenberg. In beiden Fällen jedoch hatte sich die SNB mit ihrer konsequenten Haltung, keine Vergleichsverhandlungen unter dem Druck publizitätsträchtiger Sammelklagen zu führen, durchgesetzt.

Quellen

- Amtl. Bull., Amtliches Bulletin der Bundesversammlung (verschiedene Jahre).
- AS, Amtliche Sammlung des Bundesrechts (verschiedene Jahre).
- BBl, Bundesblatt (verschiedene Jahre).
- Botschaft (1890) betreffend Revision von Art. 39 der Bundesverfassung vom 30. Dezember, BBl. 1891 I 1–13.
- Botschaft (1894) betreffend den Erlass eines Ausführungsgesetzes zu Art. 39 BV (Banknotenmonopol) vom 23. Oktober, BBl 1894 III 565–614.
- Botschaft (1899) betreffend den Erlass eines Ausführungsgesetzes zu Art. 39 BV (Banknotenmonopol) vom 24. März, BBl. 1899 II 194–217.
- Botschaft (1904) zu dem in Ausführung von Art. 39 BV vorgelegten Entwurf eines Bundesgesetzes betr. die Errichtung einer zentralen Notenbank vom 13. Juni, BBl 1904 IV 441–500.
- Botschaft (1974) über die Verwendung der in der Schweiz befindlichen Vermögen rassistisch, religiös oder politisch verfolgter Ausländer oder Staatenloser vom 16. September, BBl 1974 II 801–806.
- Botschaft (1997) betreffend die Beteiligung der Schweizerischen Nationalbank am Fonds zugunsten bedürftiger Opfer von Holocaust/Shoa vom 25. Juni, BBl 1997 III 1361–1376.
- Botschaft (2002) über die Revision des Nationalbankgesetzes vom 26. Juni, BBl 2002 6097–6303.
- Eingabe des Banknoteninspektorats (1878), Gedanken über die Errichtung einer schweiz. Landesbank, von Herrn F. F. Schweizer; wieder abgedruckt in: *Materialien zur Entscheidung der Frage Staatsbank oder Privatbank*, Beilage zur Botschaft des Bundesrates betreffend die Ausführung von Art. 39 der Bundesverfassung [von 1894], [Bern], Bibliothek SNB Zürich.
- Expertengruppe «Reform der Währungsordnung» (2001), Das neue Nationalbankgesetz, Bericht und Entwurf vom 16. März, Vernehmlassungsvorlage, [Bern], Bibliothek SNB Zürich.
- Holocaust victim assets litigation (2000), United States District Court, Eastern District of New York, 96 Civ. 4849 (ERK) (MDG), Memorandum & Order, SNBA.
- Rifkind-Report (1996), Foreign & Commonwealth Office, General Services Command, Nazi gold: Information from the British Archives, History Notes Nr. 11.
- SNB an Bundesrat Schulthess (1936), Brief des Direktoriums an Bundesrat Schulthess betreffend Finanzierung des Getreidemonopols, 18. Mai, SNBA.
- SNB an Eidg. Finanzverwaltung (1961), Brief des Direktoriums an die Direktion der Eidg. Finanzverwaltung betreffend Weinblockierung und Erleichterung der Finanzierung, 23. Januar, SNBA.
- SNB an Mitarbeitende (2003), Brief des Direktoriums an die Mitarbeitenden betreffend Reorganisation in der SNB, 4. März, SNBA.
- SNB, Beitrag der SNB (1997), Vorlage Nr. 49 (1995–1999) des Bankausschusses an den Bankrat betreffend Beitrag der Nationalbank an den Fonds zugunsten bedürftiger Opfer von Holocaust/Shoa, 17. Oktober, SNBA.
- SNB, *Geschäftsbericht* (verschiedene Jahre), Bibliothek SNB Zürich.
- SNB, Geschäftsordnung Bankausschuss (1979) Geschäftsordnung des Bankausschusses der Schweizerischen Nationalbank vom 25. April, SNBA.
- SNB, *Leitbild* (1994), [Zürich], SNBA.
- SNB, McKinsey (1998), Neukonzeption des Bargeldverkehrs – Schlussbericht (Februar), SNBA.

SNB, Medienmitteilung (verschiedene Jahre), SNBA.

SNB, note (2003), Wir wollen die Nationalbank für die Zukunft fit machen, [Interview mit Jean-Pierre Roth], *note* [Personalzeitschrift der SNB] Nr. 2 (April), S. 4 f., Bibliothek SNB Zürich.

SNB, Privatkundengeschäft (1997), Aktennotiz über ein Gespräch betreffend das Privatkundengeschäft der Nationalbank mit Herrn Dr. F. Leutwiler, 28. April, SNBA.

SNB, Protokoll des Bankausschusses (verschiedene Jahre), SNBA.

SNB, Protokoll des Bankrates (1984), SNBA.

SNB, Protokoll des Direktoriums (verschiedene Jahre), SNBA.

SNB, SNB-Organisation 2004 (2003), Vorlage des Steuerausschusses betreffend SNB-Organisation 2004 an das Direktorium, 23. Januar, SNBA.

SR, Systematische Sammlung des Bundesrechts.

Literatur

Boemle, M., M. Gsell, J.-P. Jetzer, P. Nyffeler und C. Thalmann (2002), *Geld-, Bank- und Finanzmarkt-Lexikon der Schweiz*, Zürich: Verlag SKV.

Crettol, V. und P. Halbeisen (1999), *Die währungspolitischen Hintergründe der Goldtransaktionen der Schweizerischen Nationalbank im Zweiten Weltkrieg*, Sonderdruck, Zürich: SNB.

Durrer, M. (1984), *Die schweizerisch-amerikanischen Finanzbeziehungen im Zweiten Weltkrieg*, Bern: Haupt.

Eizenstat, S. E. (1997), U.S. and Allied Efforts To Recover and Restore Gold and Other Assets Stolen or Hidden by Germany During World War II, Preliminary Study, Washington DC.

Goodhart, C. (1988), *The Evolution of Central Banks*, Cambridge MA: MIT Press.

Goodhart, C., F. Capie und N. Schnadt (1994), The development of central banking, in: Capie, F., C. Goodhart, S. Fischer und N. Schnadt (Hrsg.), *The Future of Central Banking*, The Tercentenary Symposium of the Bank of England, Cambridge: Cambridge University Press, S. 1–231.

Jöhr, A. (1915), *Die schweizerischen Notenbanken 1826–1913*, Zürich: Orell Füssli.

Lusser, M. (1985), Die regionale Organisation der Schweizerischen Nationalbank: Sitze, Zweiganstalten, Agenturen und ihre Aufgaben, Referat gehalten anlässlich des Übergangs der eigenen Agentur Biel als fremde Agentur an die Niederlassung Biel der Kantonalbank von Bern, 20. September, Bibliothek SNB Zürich.

Maissen, T. (1997), Schatten des 2. Weltkriegs: Wofür soll die Schweiz bezahlen? Die Frage eines Entschädigungsfonds für Holocaust-Opfer, *Neue Zürcher Zeitung* Nr. 3 vom 6. Januar, S. 13.

Maissen, T. (2005), *Verweigerte Erinnerung: Nachrichtenlose Vermögen und Schweizer Weltkriegsdebatte 1989–2004*, Zürich: Verlag Neue Zürcher Zeitung.

Rings, W. (1985), *Raubgold aus Deutschland: die «Golddrehscheibe» Schweiz im Zweiten Weltkrieg*, Zürich [etc.]: Artemis.

Roth, J.-P. (1997), Statistik der Goldoperationen der Schweizerischen Nationalbank während des Zweiten Weltkriegs, Halbjahres-Mediengespräch, Einleitende Bemerkungen, 20. März, Bibliothek SNB Zürich.

Roth, J.-P. (1998), Goldtransaktionen der Schweizerischen Nationalbank im 2. Weltkrieg, Halbjahres-Mediengespräch, Einleitende Bemerkungen, 18. Juni, Bibliothek SNB Zürich.

- Ruoss, E. (1992), *Die Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank 1907–1929: Grundlagen, Ziele und Instrumente*, Dissertation, Zürich [: s.n.].
- Schürmann, L. (1980), *Nationalbankgesetz und Ausführungserlasse: Kommentar und Textausgabe*, Bern: Stämpfli.
- SNB (1932), *Die Schweizerische Nationalbank 1907–1932*, [Zürich: SNB].
- SNB (1957), *Schweizerische Nationalbank 1907–1957*, [Zürich: SNB].
- SNB (1982), *75 Jahre Schweizerische Nationalbank: Die Zeit von 1957 bis 1982*, Zürich: Verlag Neue Zürcher Zeitung.
- UEK (1998), Unabhängige Expertenkommission Schweiz – Zweiter Weltkrieg, *Die Schweiz und die Goldtransaktionen im Zweiten Weltkrieg*, Zwischenbericht, Bern: EDMZ.
- UEK (2002a), Unabhängige Expertenkommission Schweiz – Zweiter Weltkrieg, *Die Schweiz und die Goldtransaktionen im Zweiten Weltkrieg*, Bd. 16 der Veröffentlichungen der UEK, Zürich: Chronos.
- UEK (2002b), Unabhängige Expertenkommission Schweiz – Zweiter Weltkrieg, *Die Schweiz, der Nationalsozialismus und der Zweite Weltkrieg*, Schlussbericht, Zürich: Pendo.
- Vogler, R. (1985), Der Goldverkehr der Schweizerischen Nationalbank mit der Deutschen Reichsbank 1939–1945, *Geld, Währung und Konjunktur*, Quartalsheft SNB, 3 (1), S. 70–78.

Part 3

Assessment and outlook

11 The National Bank's monetary policy: evolution of policy framework and policy performance

ERNST BALTENSPERGER

11.1 Introduction

The transition to flexible exchange rates in January 1973 after the breakdown of the Bretton Woods system marks a turning point in the history of Swiss monetary policy. It was this fundamental change in monetary regime that gave the Swiss National Bank the freedom to pursue an autonomous policy of inflation control. Prior to 1973, the commitment to maintain fixed parities vis-à-vis other currencies had made this impossible. The global surge in inflation during the 1960s and early 1970s had resulted in huge capital inflows, excessive monetary growth, and accelerating inflation in Switzerland, too. The opportunity to pursue a more independent monetary policy was used decidedly by the SNB. This was not particularly surprising, given that – much as in Germany – a broad consensus existed in favour of a policy of inflation control in Switzerland at the time.

Together with the Deutsche Bundesbank, the SNB was a pioneer in the use of money growth targeting and employed it successfully to bring down inflation to levels consistent with price level stability during the 1970s. Swiss inflation, measured by the increase in the consumer price index (CPI), fell from 9 percent in 1973 and 10 percent in 1974 to levels between 0 and 2 percent in 1976–1978.

Since 1978, the SNB's efforts have been aimed at preserving the price level stability which had been restored by that time in view of different types of external shocks, notably exchange rate shocks and financial market disturbances, supply shocks, and the effects of cyclical fluctuations. This proved to be a rather difficult task with various ups and downs.

This paper reviews the SNB's monetary policy since the early 1980s and includes a critical discussion of the National Bank's conceptual framework for policymaking and its evolution over time, as well as its actual policy decisions and performance. Over the period considered, the SNB gradually shifted its policy approach from one based on monetary targeting to one centred on inflation forecasts. Furthermore, while for the period as a whole the SNB's performance in terms of inflation control is second to none, it is marked not only by successes, but also by a number of difficulties and failures.

This paper is structured as follows: section 11.2 begins with a brief description of the major phases of Swiss monetary policy since 1980. Section 11.3 discusses the evolution of the SNB's monetary policy framework and the SNB's contribution to the intellectual debate about monetary policymaking. Section 11.4 tries to assess the National Bank's policy performance over the last twenty-five years, to identify its successes and failures, and to explain the sources of the latter. Section 11.5, finally, summarises the main conclusions of the paper.

11.2 Phases of Swiss monetary policy since 1980

11.2.1 Prelude: exchange market turbulence and temporary exchange rate target: 1978–1979

At the end of the 1970s, there was a brief interlude when the National Bank temporarily abandoned its money growth strategy and opted for a policy aimed at the exchange rate. The markets' belief in the seriousness of the SNB's commitment to price level stability, in the context of an international environment still characterised by monetary expansion and high inflation, had led to a dramatic speculative inflow of capital and an appreciation of the Swiss franc to levels which threatened to severely damage the Swiss real economy in 1978. In October 1978, after long internal discussions, the SNB announced its aim to keep the Swiss franc price of the German mark "clearly above 80".¹ An explosive increase in the monetary base was the result. However, after the exchange rate had returned to more normal levels, the SNB started to remove this excess liquidity again by the beginning of 1979. Its objective from the outset had been to return to monetary targeting once the situation had normalised.

11.2.2 Surge of inflation and return to annual money growth targets and to monetary stability: 1980–1986

By the end of 1979, the National Bank was ready to reintroduce a money growth target for the year 1980. In contrast to the years before 1979, when it had set annual targets for M_1 , it now changed to an annual target for the monetary base. From the end of 1980 onwards, the actual target variable was the monetary base adjusted for month-end fluctuations in bank reserves (MBA). For 1980 and 1981, the SNB announced a growth target of 4 percent for the monetary base. In both years, however, its policy turned out to be clearly more restrictive than initially announced; the monetary base actually fell in both

1 SNB (1982), p. 221.

years. The motivation for this was a significant surge in inflation, up to peak levels beyond 7 percent in 1981. This occurred partly as a consequence of the second oil price shock of 1979/1980, but also, to a certain extent, as a deferred effect of the expansionary monetary policy of 1978. The SNB should have eliminated excess liquidity more quickly and decisively in 1979 than it did.

The events of the years between 1978 and 1981 strongly influenced the SNB's and the public's view of the role of the exchange rate in monetary policy. Henceforth, the National Bank kept a close eye on the exchange rate in policy setting. Its pragmatic response to the exchange rate shock of 1978 established a long-lasting market opinion that the SNB would not tolerate a violation of the 80 Swiss franc limit for the price of the German mark.

For the subsequent years, 1982–1986, the SNB's money growth targets – which were set at 3 percent for 1982–1985 and at 2 percent for 1986 – were met rather closely. Overall, this was a quiet period for Swiss monetary policy. Inflation declined to the 2–3 percent range and stayed more or less at this level. The renewed decline in inflation was preceded by cyclical contraction in 1981–1983. Business conditions picked up again after 1983, however. In the United States, 1983 marked the conclusion of the disinflation policy under Paul Volcker. Although exchange rate fluctuations gave rise to occasional concerns, in comparison to the experiences of the preceding decade, they remained moderate overall.

11.2.3 Instability of reserve demand and unintended monetary expansion: 1987–1990

This wonderful new world came to a sudden end in the 1987–1990 period, however. For 1987, the SNB had again set a money growth target of 2 percent. Actually, it tolerated a monetary expansion beyond this mark, mainly in view of the Swiss franc's strong tendency to appreciate in the foreign exchange market and of weaknesses in the international economy. The Swiss domestic economy remained robust nonetheless. The stock market crash of October 1987 and the resulting widespread fears of a slump in the world economy further induced the SNB to postpone the policy tightening, which otherwise would clearly have seemed advised. For 1988, the SNB raised its money growth target to 3 percent. By mid-1988, however, it became increasingly obvious that the feared downturn in world economic conditions would not materialise. It was the clear intention of the National Bank to tighten its policy in response to these developments.

At this time, however, Swiss monetary policy was complicated by an additional problem linked to two important institutional changes in the Swiss

financial system occurring at that time, which the SNB found particularly challenging. The first was the introduction of Swiss Interbank Clearing (SIC), a new clearing system which substantially improved the clearing of payments between banks and allowed banks to economise on their holdings of excess base money reserves. The other was a change in liquidity requirement regulations for banks which further lowered banks' demand for reserves. Both changes together implied a massive reduction in banks' demand for central bank money. The SNB was well aware of this change, but found it extremely difficult to reliably estimate its extent and its realisation over the course of time. For this reason, it declared already in December 1987 that it might ultimately have to undershoot its 1988 target – although it was not fully successful in explaining its analysis and intentions to the public. In fact, the monetary base shrank by almost 4 percent in 1988. Interest rates remained very low, however, and it became increasingly clear during 1988 that the stance of monetary policy had been, and still was, too expansionary. In 1989, the SNB started effectively to tighten its policy. For both 1989 and 1990, it kept monetary growth far below the originally set targets, realising that the Swiss economy in the meantime was fully overheated and marked by a major speculative real estate boom.

However, the damage on the inflation front had already been done by this time. Inflation reached levels of 5.9 percent in 1989 and 5.3 percent in 1990, hitting a peak of 6.6 percent by the middle of 1991. This, of course, called for a new phase of monetary restriction to combat the surge in inflation caused by the policy errors of the late 1980s.

11.2.4 Restoring price stability and transition to medium-term targets for money: 1991–1993

The developments of the late 1980s led the SNB to a major modification in its policy framework. The repeated and sizeable deviations of money growth from the originally announced targets had seriously damaged the effectiveness of annual growth objectives as a credible instrument for informing the public about the National Bank's policy intentions. Nevertheless, the SNB continued to rely on a money growth objective. However, after 1991, instead of announcing annual growth targets, it relied on a medium-term objective. In December 1990, it announced its intention "to increase the monetary base to approach a medium-term expansion path".² This expansion path was defined by the evolution of the monetary base that the SNB considered to

2 SNB (1990), pp. 273–274.

be consistent with price stability and with full resource utilisation in the economy. The SNB estimated that an average growth rate of base money of 1 percent would be in line with this requirement. The length of the target period was left unclear at first, but was soon specified to be three to five years. In presenting this strategy shift, the National Bank emphasised its need for short-term flexibility in the pursuit of this target path. In its decisions on its year-to-year policy course, it was going to pay attention to a number of indicator variables, notably interest rates, the exchange rate and business cycle conditions. At a technical level, the target path now referred to a new version of the monetary base, the seasonally adjusted monetary base (MBSA). As a consequence of the changes in liquidity requirements in 1988, month-end peaks in bank reserves had ceased to play a role since 1989.

At first, in the 1991–1993 period, this medium-term growth target seemed to perform its role as a policy indicator relatively well. Actual money stayed clearly below the target path, showing that, in the medium term, once inflation and nominal interest rates had returned to normal levels and output to full capacity, money would have to grow faster again to catch up with the increase in money demand resulting from these normalisations.

In 1991/1992, in the course of German reunification, the German mark became very strong and the SNB reluctantly tightened its policy somewhat. Inflation at this stage was still running at almost 5 percent. After mid-1992, however, as the real economy remained weak and the exchange rate had stabilised, the SNB reverted to a more relaxed policy stance. By 1994, inflation had fallen to about 2 percent and economic conditions started to improve slowly. However, doubts about the economic recovery persisted. The Swiss franc was on the rise again.

11.2.5 Misjudging the business cycle and monetary overrestriction: 1994–1995

What followed remains one of the most controversial phases of Swiss monetary policy of the last twenty-five years. With the level of base money (MBSA) still well below the medium-term target path, the SNB's monetary indicator signalled a need for lower interest rates and a more expansionary policy. Nevertheless, the SNB initially continued to follow a course which left interest rates unchanged at the level reached at the end of 1993. The main motivation for this was the fear of reigniting inflation in view of an expected cyclical recovery and the introduction of a new value added tax which was expected to lead to a temporary acceleration in inflation. It turned out that the strength of the recovery was overestimated, by the SNB as well

as by others, for 1994, and then again for 1995. With hindsight, it therefore became clear that the policy course pursued by the SNB in 1994 was too restrictive.

In the spring of 1995, the SNB began to correct this error and permitted interest rates to decline decidedly. This was in part motivated by the Swiss franc gaining more and more strength and by the continued weakness in real economic activity and employment. For a number of reasons, the unemployment rate rose dramatically at this time, to levels unheard of in Switzerland in the post-war era.

The monetary base was beginning to approach its target path. The latter had been extended by the beginning of 1995 for another five-year period, but with a starting point that had been shifted downwards somewhat compared to the previous target path (to reflect a downward revision in the SNB's estimate of the economy's demand for central bank money).

In this period, the SNB was under extreme public pressure and criticism as in no other phase during the last twenty-five years.

11.2.6 Return to normality and transition to a new concept

The years after 1996 up to the end of the decade were marked by a gradual return of the Swiss economy and the SNB's monetary policy to normality. Inflation, interest rates and the exchange rate all returned to levels consistent with long-run experience and helped to move the economy out of its previous stagnation. Growth and employment remained weak for some time, however. By the end of the decade, full employment was more or less restored. The worldwide boom of the late 1990s with its technology and stock market exuberance was helpful in this, of course.

In terms of monetary policy, these years were unproblematic, with no major difficulties and crises, apart from the temporary turbulences created by the Asian and Russian crises in 1997/1998 (which, obviously, were not specific to Switzerland).

Given the difficulties of the preceding years, the use of money as the main indicator variable for monetary policy decisions was increasingly questioned, both inside and outside the SNB. While actual money had persistently stayed below the target line in the first phase of medium-term targeting (for reasons which could be explained), it was now allowed to grow far beyond this line, apparently without causing inflationary pressures or other problems (for reasons which were much more difficult to identify this time). The demand for base money had become highly unstable, and explaining and predicting its movements and its information content increasingly difficult. The medium-

term base money target line consequently proved less and less useful as a guide for monetary policy decisions. This caused the SNB to investigate alternative frameworks and procedures for its policy analysis and decisions. At the end of 1999, it decided to abandon monetary targeting and change to a new policy concept.

11.2.7 Monetary policy under a new policy framework: 2000–2005

The new approach is centred on inflation forecasts as the major indicator for monetary policymaking. It is based on three main elements. First, price stability continues to be the primary objective of monetary policy. Price stability is defined as an increase in the CPI of less than 2 percent. In this respect, the new concept represents a continuation of the old approach. For the National Bank, the monetary target had never been an end in itself, but had always been considered an instrument in the pursuit of its ultimate objective, price stability.

The second element is the construction and publication of a regular inflation forecast over a horizon of up to three years. If the forecast indicates a violation of the price stability range under current policy conditions, monetary policy needs to be reviewed. The SNB never reacts mechanically to the inflation forecast, however, but always takes into account the general economic situation in determining its policy reaction.

Third, at an operational level, the SNB implements its policy by fixing and announcing a target range for the three-month Libor in Swiss francs (the most important money market rate for Swiss franc investments). Normally, this range has a width of one percentage point. Additionally, the National Bank determines and announces in which area of this fairly wide band it wishes the Libor to remain. This generally tends to be the mid-point of the announced target range.

Experiences with the new concept so far include phases of both policy tightening and policy loosening. In 2000, increasing inflationary pressures reflected in its inflation forecast and strong signals of cyclical acceleration induced the SNB to raise the mid-point of its target range for the Libor in several steps. This policy adjustment allowed the National Bank to maintain inflation below the critical mark of 2 percent. At the same time, it enabled the SNB to demonstrate its willingness and ability to pursue an autonomous policy vis-à-vis the new European Central Bank (ECB), proving wrong the numerous commentators who had previously predicted that the SNB would gradually lose its ability to pursue an independent monetary policy in the face of the newly created European Monetary Union.

In the course of 2001, the outlook for inflation and business activity changed drastically, first as a result of the stock market decline in the spring and summer of 2001, and then even more with the terrorist attacks and political turbulences after September 2001. This caused the SNB to reverse its policy by lowering the mid-point of its interest rate target band in several steps. The deterioration in worldwide economic conditions and its dampening effect on inflation prospects, including the discussion of deflation fears in the US and elsewhere, led the National Bank to make additional interest rate cuts, resulting in a target band for the Libor of 0.0–0.75 percent, with a target value around 0.25 percent, in March 2003. This extremely loose monetary policy was maintained until mid-2004. It was not until the summer of 2004 that a process of gradual normalisation of monetary policy was initiated. The Libor target value was raised to about 0.75 percent by the autumn of 2004 and, after an extended waiting period, to 1 percent in December 2005. It was clear that without such a correction, inflation would eventually have to accelerate and move out of the price stability range.

The performance of monetary policy under the new concept has so far been remarkably good. Inflation remained low over the entire 2000–2005 period: the critical mark of 2 percent used as a benchmark for defining price stability was not violated in one single quarter. Real economic performance in Switzerland has remained weak, admittedly. However, it is well understood by economists, by the general public, and by international organisations such as the OECD and the International Monetary Fund (IMF), that this is not linked to an overly restrictive monetary policy, but rather to inadequate structural reforms in Switzerland.

11.3 The evolution of the SNB's policy framework

11.3.1 A pioneering role in the development and application of monetary targeting

The SNB, along with the Deutsche Bundesbank, played a pioneering role in the development and application of monetary targeting. Based on the advice of leading monetarists – Karl Brunner was particularly influential – it started to use monetary targeting procedures in the mid-1970s and continued to pursue this approach in one form or another throughout the 1980s and 1990s.

The framework of monetary targeting provided a structured and coherent approach to monetary policymaking. Two roles of such an approach, both equally important, can be distinguished here: its internal role for the analysis

and decision-making process of monetary policy and its external role as a communication device. As a coherent analytical framework based on established economic theory, monetary targeting provided an effective long-term policy constraint and nominal anchor which shaped internal decision mechanisms and policy outcomes in a manner consistent with the SNB's objective of long-run price stability. The focus on money growth also enabled the SNB to communicate its intention to financial markets and the general public quickly and effectively in order to create and maintain an environment of monetary stability. Based on received and accepted theory, this approach served well throughout the 1970s and 1980s as a transparent and effective communication tool. Moreover, money being an observable variable, it encouraged and furthered the application of the principles of accountability to monetary policy.

It should be emphasised that such a 'structured' approach to monetary policymaking and communication, while having become commonplace in the course of the 1990s, was unusual and progressive in the 1970s and 1980s. Many central banks at that time were rather vague and imprecise, not only about their objectives and priorities, but also about how they intended to attain those objectives.

From the very beginning, however, the SNB emphasised that it was going to follow a flexible approach in applying its monetary targeting procedures. The need for flexibility and pragmatic responses in times of difficulty was stressed. The SNB never pursued its money growth targets mechanically. A rigid application was considered unsuitable for a small open economy subject to frequent external shocks. Consequently, the targets were understood as 'state-contingent' or 'conditional' targets. In particular, unexpected and strong movements in the exchange rate were identified from the start as one major contingency. Later, instabilities in money demand and problems resulting from the difficulty in estimating output gap developments were added to the list of events that could justify deviations from previously announced targets. This was similar to the practice of the Bundesbank, whose policy was referred to by its former chief economist, Otmar Issing, as "Verstetigungsstrategie mit diskretionären Elementen" or, loosely translated, a rules-oriented policy with discretionary elements.³ In today's terminology, we would probably speak of 'constrained discretion', with the emphasis on constraint.

This need for flexibility was to be emphasised even more as time went on, as the discussion below will show. Nevertheless, the SNB was quite quickly

3 Issing (1996), p. 286.

able to establish the credibility of the long-term constraint implied by its monetary targeting approach and the underlying commitment to long-run price stability. An essential element contributing to this success was probably that the SNB stressed the medium to long-term orientation of its policy approach from the beginning, and that it repeatedly demonstrated the seriousness of its adherence to this commitment when inflation had broken away from its long-run price stability objective.

When deciding on its money growth target under its monetary targeting framework used in the 1980s, the SNB first determined, as a benchmark, the trend growth rate of money it estimated to be consistent with its objective of price stability ('low inflation') and with potential output growth. It subsequently estimated what former SNB chief economist Georg Rich calls the "activity-induced change in the demand for money"⁴ for the subsequent year. By this, he means the expected change in money demand assuming an unchanged interest rate, based on the SNB's forecasts for real output growth and inflation for the following year. As a further step, the National Bank addressed the question of whether it should fully accommodate the expected activity-induced demand change or not, taking into account expected interest rate adjustments and their feedback on money demand in setting the money growth target. In the first half of the 1980s, it set the money growth target somewhat above the benchmark rate, because it wanted to gradually reduce inflation towards its desired long-run level. In the second half of the 1980s, when price stability had more or less been restored, it set the money growth target at the benchmark level. It always reserved its right, however, to deviate from these targets in the event of unforeseen shocks. In addition, it made a conditional forecast, based on its predictions for output and inflation, of the movements in interest rates which would result from its planned and announced policy course for the following year (originally just for internal use, later publicly announced). The logic of its procedure implied, of course, that an expected adjustment in interest rates would result whenever the SNB set its money growth target away from the activity-induced money demand change.

Some of the estimates involved in these derivations were subject to considerable uncertainty. In particular, the benchmark rate of money growth was difficult to pin down due to the difficulties in estimating potential output growth and, especially, in understanding the trend development of the income velocity of money. In the early 1980s, the benchmark rate was set at 2–3 percent, based on an estimated 2 percent potential output growth, an inflation

4 Rich (2003), p. 20.

objective of 0–1 percent and an unchanged income velocity of money. Later, this rate was changed to 2.5 percent at the end of 1983 and to 2 percent by the end of 1986, as evidence of a positive growth in velocity arose. Ex post, even this turned out to be too high, as velocity increases were underestimated. With hindsight, a benchmark rate of about 1 percent would have been more appropriate. This explains why the SNB did not succeed in lowering inflation below 2 percent in the 1980s.⁵

The SNB's money growth target variable in the 1980s was the MBA. At the time, the shift from M_1 to the monetary base as the SNB's target variable was motivated mainly by the suspicion that the demand for M_1 was unstable due to the influence of exchange rate expectations. While this suspicion was not really borne out by later evidence, the SNB nevertheless continued to favour base money, mainly because of the lower interest elasticity of demand. The power of steady money growth in stabilising economic activity through interest rate adjustments was thought to be strengthened by a low interest elasticity of money demand.

Although the SNB's monetary targeting framework proved to be a highly successful instrument in bringing inflation down to levels consistent with price stability, its approach to annual money growth targets was not without weaknesses and difficulties. These became increasingly apparent over time. In the event of unforeseen shocks, particularly to the exchange rate or to money demand (velocity), but also in the event of unforeseen cyclical developments, the SNB's strategy implied that the monetary target in its capacity as a policy guide had to be reviewed, and possibly revised. This was not necessarily a flaw, as long as the resulting deviations from previously stated targets could be explained and credibly communicated. The National Bank certainly always attempted to do this. Even the fact that the SNB was only imperfectly able to protect the economy from the consequence of such shocks, leading to temporary deviations from price stability and subsequent stabilisation problems, is not inherently a flaw, as no strategy is completely error-proof.

However, shock-intensive times with frequent deviations and complex underlying decisions, paired with a great deal of uncertainty, tended to make communication extremely difficult and rendered annual monetary targets unsatisfactory as the major instrument of informing the public about the central bank's monetary policy intentions. Under such conditions, annual monetary targets necessarily failed to include all the relevant factors taken into account by the central bank in its policy decisions. This was particularly

5 Rich (2003), p. 30.

the case in the 1987–1990 period, due to the financial innovation and regulation-induced changes in base money demand occurring at that time (SIC, liquidity requirement revision). It was thus very hard to extract reliable policy signals from the development of money. This difficulty influenced the SNB's communication efforts and seriously undermined the usefulness of annual money growth targets.

11.3.2 Increasing short-term flexibility through medium-term target paths for money

The money demand shifts of 1988–1990, due to SIC and the revised liquidity requirements, greatly impaired the usefulness of annual monetary targets as an effective monetary policy tool. The frequent deviations and the complexity and difficulty of explaining these to the public entirely discredited them as a useful instrument for providing information and promoting central bank credibility. This induced the SNB to shift to a new, medium-term strategy at the beginning of the 1990s.

This new strategy afforded the National Bank more leeway in its short-run decisions. It may also have helped it to pursue a more forward-looking policy course. Its preoccupation with annual money growth targets may occasionally have prevented the SNB from pursuing a sufficiently pre-emptive policy course, as Rich notes.⁶ Both the inflation surges of 1980/1981 and 1988/1989 occurred during periods of business cycle expansion, which were not adequately taken into account in the money growth targets.

The SNB did essentially adhere to its monetary targeting approach, however, by continuing to use a growth objective for money. The target variable was now the MBSA. Retaining a monetary target variable was strongly motivated by the demonstrated leading-indicator quality of money. The benchmark rate of MBSA growth thought to be in line with price stability and potential output growth was lowered to 1 percent, for reasons already referred to above.

The idea behind the new approach was to fix a medium-term (five-year) target line for the development of the monetary base. This line was intended to represent the development of the monetary base consistent with price stability and the economy's growth potential. In its decisions on the course of monetary policy in individual years, however, the SNB considered not only this medium-term objective, but also a number of other indicators, including in particular the exchange rate, evidence of shifts in money demand, and the cyclical state of the economy.

⁶ Rich (2003), pp. 17, 48.

It was for this reason that the actual evolution of the monetary base during the period when this policy framework was in force deviated strongly, and for extended periods of time, from the announced target paths. During the entire first five-year period, actual base money stayed far below the stated medium-term target path. Only during the second five-year period did it catch up with the target line and start to exceed it. This had its reasons – shifts in money demand, cyclical developments of output and business activity, movements in inflation and nominal interest rates – and could thus be explained, in principle at least. It turned out to be very difficult to convey these explanations to the public, however.

One difficulty was that the SNB believed that it could not simply state its medium and long-term objectives and remain completely silent as regards its short-term policy intentions. Therefore, at the beginning of each quarter, it decided to announce a forecast of the average level of the monetary base for the subsequent three months. This practice was well-meant and intended to provide additional information to the public. However, the forecast, and its relation to the SNB's medium-term target path, was never properly understood by the public, tending to complicate matters, rather than clarifying them.

Nevertheless, the medium-term targeting approach was essentially an improvement on the annual targeting procedure of the 1980s. The idea as such was sound and its logic clear. It was able to help the SNB in its internal policy analysis and decisions, as Rich demonstrates in his detailed and careful study of the SNB's monetary targeting framework and its internal use.⁷ Maybe it would have been a useful and successful device in 'normal' times with less financial innovation and uncertainty concerning money demand shifts and higher stability in money market conditions. Times were not like this, however.

As a communication device, the new approach proved rather unsuccessful. The difficulties for monetary policy inherent in an unstable financial environment in the wake of a turbulent and less-than-successful policy period between 1987 and 1989, with a subsequent surge in inflation, made communication of the new approach extremely challenging to begin with and eventually discredited it, clearing the way for a new policy framework to be developed and adopted by the end of the decade.

In view of the large and prolonged deviations of actual money from the target path set, it became increasingly difficult to convince the public that the

7 Rich (2003), pp. 38–47.

target line was really a meaningful and effective constraint on monetary policy and carried information about the future course of monetary policy. However, the SNB did use this framework in analysing and deciding on its policy course, although it was insufficiently successful in explaining its considerations to the public. Of course, the fact that policy decisions were occasionally in contradiction to what its medium-term money growth framework would have implied, such as in 1994, was not helpful either.

Another question can be raised regarding the adequacy of this policy framework as a communication instrument. The use of a five-year target path can be interpreted as containing an element of price level targeting. It suggests that past deviations will be corrected at some stage in the future. It remains unclear, however, whether this was really intended. If not, the target path may not have been the ideal communication tool.

One major difference between the 1990s and the preceding periods that was increasingly regarded as a problem and, together with the observed instability of reserve demand, eventually paved the way for the adoption of a policy implementation via control of a short-term interest rate (rather than control of aggregate reserves) by the end of the 1990s, is that the institutional innovations of the late 1980s markedly changed the composition of the monetary base between bank reserves and notes in favour of the latter (cf. chapter 11.3.4).

One danger of the continued reliance on money as the major monetary policy indicator was probably that it prevented the SNB from focusing the necessary attention on interest rates. To some degree, the resistance to switching to a more explicit consideration of interest rates may have been motivated by the fear of increasing political interference under an interest rate regime, particularly in view of the strong link between interest rates and housing rents which had developed in Switzerland during the 1980s.

A rather ironic aspect of this period is that, at a time when the SNB's main communication problem was explaining the deviations of money from its money growth target path to the public, it was frequently criticised by many observers for being a prisoner of its allegedly purist 'monetarist' beliefs.

11.3.3 Inflation forecasts as the main policy indicator

The National Bank adopted its current monetary policy framework in December 1999. It was designed at the time after careful examination of the frameworks suggested by the inflation targeting model on the one hand, and the ECB's two-pillar system on the other. The SNB decided to follow neither of these without modification. The new framework is based on what

can be called the core ideas of inflation targeting,⁸ but it adopts these ideas in a moderate and flexible form only, and distinguishes itself in important ways from 'narrow' inflation targeting as introduced and practiced by many central banks since the early 1990s. For this reason, and also in order to stress the continuity of its policy, the SNB has consciously refrained from using the term 'inflation targeting' to characterise its new framework. This framework appears to be remarkably close to the type of policy that is favoured by leading participants in today's discussion on 'best practice' monetary policy.⁹

The main characteristics of the SNB's current policy framework can be summarised by the following principles:

- Priority for long-term price stability as a firm nominal anchor, with an explicit quantitative definition of what is meant by price stability.
- A medium-term orientation in the pursuit of this objective, giving scope for short-run flexibility and real economic stabilisation.
- A forward-looking approach in the pursuit of its objectives by using an inflation forecast as its main policy indicator.
- A flexible implementation of monetary policy by announcing a target range for the three-month Libor as an operational target.
- Transparency and accountability as central principles of a successful policy concept.

The National Bank Act that entered into force in 2004 mandates the SNB to ensure price stability. In so doing, the National Bank is to take due account of business cycle conditions. The SNB is required to resolve any short-run conflicts between the objective of price stability and real economic developments to the best of its ability, taking into consideration the interests of the country as a whole (in contrast to individual regions or industries) and giving priority to long-term price stability. The legal mandate is thus hierarchical: price stability as the overriding objective of monetary policy is prescribed by existing central bank legislation. However, it is up to the SNB itself to provide a specific interpretation of the meaning of this mandate. The National Bank has decided to do so in terms of a quantitative definition of price stability, rather than via short-term inflation targets. The importance of this distinction lies in the implied emphasis on the medium to long-term horizon. A definition of price stability, by its very nature, is valid for an extended period of time. A short-term inflation target, meanwhile, can be changed over time

8 As represented, for example, by Bernanke et al. (1999).

9 As represented, for example, by the views of Bernanke (2004) or Faust and Henderson (2004).

(and has been changed in the case of many inflation targeting countries). A quantitative definition of price stability therefore represents a more reliable commitment to monetary stability than an inflation target which can be adjusted over time in a discretionary and unpredictable manner. Consequently, it represents a central element in the National Bank's approach. The SNB is convinced that even for a central bank with a high credibility capital, such a commitment makes a valuable contribution to anchoring long-term expectations and market confidence.

The SNB defines price stability as a rise in the national CPI of less than 2 percent per annum. It is recognised that the CPI probably overstates actual inflation to some extent.¹⁰ As a result, price stability is equated with a slightly positive (measured) inflation rate. Deflation – i.e. a persistent downward trend in the price level – is clearly ruled out as inconsistent with price stability. The SNB's policy regarding inflation is based on a medium to long-term orientation. While it reacts decisively to an inflation rate that is persistently above 2 percent, there are situations in which it would permit temporary deviations from this mark. In a small open economy, exceptional situations with sharp exchange rate fluctuations can arise, causing inflation to move temporarily outside the price stability range. Abrupt price increases for imported goods, such as oil, or adjustments in certain tax rates can also result in a brief violation of the price stability definition. It is neither possible nor necessary for the central bank to prevent this.

The SNB's approach is based on clear recognition of the fact that its potential for short-term stabilisation of the real economy, included in its legal mandate as a subsidiary task, is improved by the strength of its commitment to long-run price stability. First of all, low long-term inflation and inflation expectations by themselves ensure that output and employment deviations from normal levels remain limited. Equally important, the more firmly long-term inflation expectations are anchored at a low level, the more successful the central bank can be in its contribution to preventing cyclical swings in output and employment. In addition, the SNB's approach strongly appreciates the insight that, in the long run, public perception of its policy is determined by actions, not words. A high level of credibility, based on its past policy record, is a precondition for a successful monetary policy under its current framework. Overly ambitious efforts at short-run stabilisation, therefore, could easily become counterproductive and must be avoided.

10 Brachinger, Schips and Stier (1999).

Beyond this, the SNB is of the firm belief that a clear perception of what the central bank can and cannot achieve increases the transparency of monetary policy, thereby augmenting effectiveness. Moreover, it helps improve the quality of public debate on monetary policy, including that relating to its potential for short-run stabilisation.

Finally, the well-known existence of lags in the transmission of monetary policy impulses dictates that monetary policy must be forward looking. In its quarterly reviews of its policy, the SNB publishes a forecast of future inflation over the three subsequent years. This inflation forecast plays an important role as the main indicator of the monetary policy stance in the new framework. The inflation forecast is employed, in principle, as suggested by standard inflation (forecast) targeting procedures. If the inflation forecast indicates a violation of the price stability range, monetary policy needs to be reviewed. If inflation threatens to exceed the 2 percent level, the SNB will consider tightening its monetary policy. If the forecast indicates a risk of deflation, it will consider relaxing its policy. The SNB never reacts mechanically to the inflation forecast, however; it always takes into account the general economic situation in determining its policy reaction. By publishing a medium to long-term inflation forecast, the SNB stresses the need to adopt a forward-looking approach and to react at an early stage to any inflation or deflation threats.

The inflation forecast is based on the assumption that the three-month Swiss franc Libor (the SNB's chosen reference rate) will remain constant over the forecasting period (conditional forecast) and is based on a scenario for the development of the world economy. The inflation forecast thus indicates the future course of prices under the assumption of specified economic conditions and an unchanged domestic monetary policy environment. The three-year horizon corresponds to the time normally needed for the complete transmission of monetary policy impulses.

Forecasts over such a horizon are obviously subject to formidable uncertainties. The National Bank has accumulated significant experience in the formation of inflation forecasts. The forecast is based on a variety of indicators and on the information provided by several technical forecasting models developed and run by the SNB's research staff, including a medium-sized and a small structural model of the Swiss economy, as well as different types of vector autoregression (VAR) and structural vector autoregression (SVAR) models, and combinations thereof. The SNB still values the information content of money and credit indicators, especially with regard to the medium to longer-term inflation perspectives. In its report on monetary policy, the SNB regularly issues statements on the development of the principal indicators

taken into account. In various issues of its Quarterly Bulletin, moreover, it has published details of the technical models it uses to forecast inflation. The publication of its inflation forecast helps market participants understand monetary policy decisions and form expectations. It is well understood that use of state-of-the-art technology in producing forecasts and intellectual honesty in employing them are essential instruments of transparency and accountability, and are a necessary prerequisite of a successful monetary policy.

The new framework has performed quite well so far, despite occurring in a period characterised by a variety of severe shocks and disturbances. The concept has been well received by the public and the financial community. After some brief initial reservations, it has quickly become accepted as an efficient instrument of central bank communication, allowing the SNB to explain the aim and direction of its policies effectively. Although based on a tradition of transparency and accountability already developed during the era of monetary targeting, it is generally perceived as a definite improvement on previously existing practices in these areas. This has been attested on numerous occasions by international organisations such as the IMF or the OECD.

11.3.4 Policy implementation

Another important change to the new policy framework concerns policy implementation. At the operational stage, the SNB currently implements its policy by influencing the interest rate level in the money market. Under its monetary targeting approach, it had preferred using bank reserves as its operational target variable. Under its current procedure, it fixes a target range for the three-month Libor in Swiss francs (the most important money market rate for Swiss franc investments) and publishes it regularly. Normally, this range has a width of one percentage point.

Additionally, the SNB determines and announces in which area of this fairly wide band it wishes the Libor to stay. In most cases, this is the mid-point of the announced target range. The justification for announcing a range, rather than a point target, is that this allows the SNB to react flexibly to shocks, especially foreign exchange market shocks or problems regarding liquidity distribution, without signalling a change in its basic policy perspective. The fact that for a small open economy with an important currency and financial market a certain short-run flexibility in interest rates is needed and desirable is well understood by market participants. Given the SNB's credibility accumulated over years of reliable, stability-oriented policymaking, defining policy in terms of a range is well able to firmly anchor the public's

perception of medium and long-term policy intentions. Consequently, permitting temporary fluctuations in the money market rates is possible without adversely affecting market expectations. The choice of the Libor, i.e. an offshore rate, is motivated by the depth and importance of this market, which cannot easily be manipulated by individual market participants and thus reflects true demand and supply conditions in the short-term market for Swiss franc funds. The choice of a three-month rate (rather than, say, the overnight rate) is again motivated by the desire to gain some flexibility in the very short-term rates. The SNB does not have direct control over the three-month Libor. It does control it indirectly, however, through its repo transactions with banks, which allow it to control rather closely the very short-maturity rates, especially the overnight rate. Through arbitrage and expectations, the three-month Libor is fairly closely linked to these very short-term rates. The SNB regularly reviews its target range for the three-month Libor at its quarterly policy assessments. If necessary, it may also change the target range between these regular assessments. The SNB explains the reasons for its decision on the day it is announced.

The transition to a short-term rate of interest as the operational target variable of SNB policy under the new concept was a natural step. While in the 1970s and 1980s, the SNB had used bank reserves – which were negatively related to short-term interest rates at that time – as its operational target variable, in the course of the 1990s it started to look increasingly directly at short-term rates to judge the ease or tightness of its policy. The main reasons for this were the instability of base money demand, which was increasingly perceived as a problem, and the fact that the financial innovations of the late 1980s had reduced not only the size of banks' demand for reserves, and thereby changed the composition of the monetary base, but also strongly lowered the interest rate elasticity of reserve demand. This in turn affected the link between bank reserves and contemporaneous short-term interest rates. Shifts in reserve demand under conditions of low interest elasticity of reserve demand result in a high volatility of short-term interest rates under a bank reserve target.

11.4 Policy performance: 1980–2005

11.4.1 Successes and failures

There is no question that overall, the SNB's policy approach and performance over the last twenty-five years have been highly successful. The inflation record of the SNB across this entire period is second to no other major central

bank. There were extended periods in which inflation consistently remained low, such as between 1982 and 1988 – at a time when this was not the case in many other countries in the industrialised world – and then again from 1993 to the present. The SNB has successfully managed to establish an environment of confidence and credibility. Together with the stability of the political system, this has been a major force in creating financial tranquillity and a level of nominal interest rates which has consistently stayed below that prevailing in other currency areas.

Nevertheless, the SNB's monetary policy was also marred by a number of failures, and it turned out to be quite controversial in certain phases. In particular, there were surges of inflation in 1980/1981 and then again in 1988–1990. In both cases, this made subsequent phases of monetary tightening and consolidation necessary, with the usual resulting stabilisation costs. In the early 1990s, especially, this consolidation period was marked by economic recession and sluggish growth – partly for reasons for which monetary policy cannot be held accountable – and resulted in criticism of monetary policy of a sort the SNB had not faced at any other time over the previous decades.

11.4.2 First critical episode: inflation surge of 1980–1981

As mentioned in 11.2.1 above, the SNB had temporarily abandoned its money stock policy due to an enormous real appreciation of the Swiss franc in 1978/1979, by very markedly surpassing its original money growth target for 1978 and then abstaining from setting such a target for 1979.

Many observers interpreted the subsequent surge in inflation in the years 1980/1981 as a belated, and to a certain extent, unavoidable consequence of this policy switch. As Rich points out, a belief developed, also among many SNB officials, that attempts to halt and reverse an excessive appreciation of the domestic currency through monetary expansion would inevitably lead to penalisation in the form of a subsequent acceleration in inflation.¹¹ According to Kurt Schiltknecht, Chairman Fritz Leutwiler, after his retirement from the National Bank in 1985, declared the policy change of 1978 to have been a major mistake, in retrospect.¹²

Such a judgement is wholly unjustified; the decision for monetary accommodation was appropriate at the time. The appreciation of the Swiss franc which took place then was so enormous that it could hardly be explained by

¹¹ Rich (2003), p. 27.

¹² Schiltknecht (1989), p. 253.

anything but a strong increase in the demand for Swiss currency. A non-accommodating policy, under these circumstances, would have caused very serious damage to the real economy.

The SNB was well aware of the fact that the liquidity expansion created in 1978/1979 would have to be eliminated again if inflationary consequences were to be avoided. In principle, it endeavoured to achieve just that, yet the surge in inflation of 1980/1981 still happened. What went wrong?

As Schiltknecht has argued, the SNB was too reluctant in 1979 and 1980 to reduce this monetary overhang. The author of this article came to the same conclusion in his early review of Swiss monetary policy of that period.¹³ Peter Kugler and Georg Rich maintain that the SNB adopted an insufficiently pre-emptive policy stance when the economy embarked on a cyclical expansion in 1979.¹⁴ Had it been able to rely on the inflation forecast procedures available today, rather than on the monetary targeting strategy it employed at the time, it would have pursued a more restrictive policy course in 1979 and 1980 than it actually did, and thus might have prevented the inflation acceleration experienced in 1980/1981. Of course, the SNB did not have these instruments at its disposal at the time. Had it paid more attention to the business cycle in determining its money growth targets, however, it might have achieved better results.¹⁵ In a way, this episode merely illustrates the difficulties of an independent monetary policy in an environment of unstable monetary conditions and a high degree of uncertainty.¹⁶

11.4.3 Second critical episode: monetary overexpansion of 1987–1990

The single major policy error the SNB made over the last twenty-five years was in the 1987–1989 period. Various factors combined to induce the SNB to pursue a policy course which, in retrospect, turned out to have been far too expansionary. All of these factors were difficult to judge at the time. It is easy to criticise the National Bank from today's vantage point. It is less clear whether another approach based on information available at the time would have been more successful in avoiding this mistake. Nevertheless, it is probably fair to say that a stronger reliance on interest rate signals would have been appropriate during that period.

This policy error caused the 1989/1990 surge in inflation. It led to a major speculative bubble in real estate in particular and to an overheated economy

13 Baltensperger (1985).

14 Kugler and Rich (2002).

15 Rich (2003), p. 27.

16 Baltensperger and Böhm (1984).

in general which, when the bubble burst and the boom came to an end after the necessary monetary policy correction in the early 1990s, represented a huge burden of adjustment for the Swiss financial sector and the country's real economy. These adjustment problems were not the only reason (another one being the slow course of major structural economic policy reforms), but they did contribute significantly to the sluggish course of the Swiss economy right through the first half of the 1990s. It is ironic – although not totally surprising – that public criticism of the SNB centred much more on the monetary restrictions of the early 1990s, which necessarily had to follow the monetary overexpansion of the late 1980s, rather than on the overexpansion itself.

What were the difficulties facing the SNB between 1987 and 1990? Characteristic of 1987 initially were a strong real appreciation of the Swiss franc and a slowdown in the real economy in Switzerland. This induced the National Bank to allow its monetary target to be exceeded. The stock market crash of October 1987 further induced the SNB, like other central banks all over the world, to inject additional liquidity into the economy.

The major difficulties for Swiss monetary policy during this period, however, were specific to Switzerland. They were caused by financial innovations, such as the introduction of SIC and the change in the liquidity requirements regulating banks' management of their liquidity positions. Both of these changes contributed to a large decline in the banking system's demand for base money reserves. That such a decline was to be expected was clear. Just how large it was going to be and how long the period would be for the banking system to adjust its behaviour to the new institutional environment were subject to a great deal of uncertainty, however. This made the SNB's task highly demanding and risky.

In December 1987, the National Bank worked with an estimation of the innovation-induced decline in base money demand of 3 percent for 1988. The fact that it did not adequately explain in its public announcement that it expected such a decline helped to create the perception that the SNB had not grasped the implications of these institutional changes for base money demand and monetary policymaking.

In any case, it turned out that bank reserve demand fell much more strongly and also more quickly than the SNB had assumed. Thus, in 1988, the SNB ended up undershooting its monetary target by about 7 percent. In spite of this, short-term interest rates fell sharply to very low levels, emitting signs that monetary policy was still very expansionary. The National Bank justified its slow response by its desire to ease the banks' adjustment to the new

institutional conditions. In retrospect, it can be concluded that it attempted to respond too gradually on this occasion.

Furthermore, in the course of 1988, it became clear that the economy, both in Switzerland and worldwide, was growing more strongly than had been anticipated. In Switzerland, in particular, it was approaching a state of overheating. Due to the SNB's slow response to the drop in base money demand, short-term interest rates continued to stay low, further fuelling the economic expansion and inflation pressures. Consequently, the course of monetary policy throughout 1988 remained highly expansionary, far more so than the SNB had originally intended.

In its December 1988 forecast for 1989, the SNB once again underestimated the expansion of the Swiss economy and again announced a course that would eventually turn out to be too easy. Only in 1989 did it start to tighten its policy by letting short-term interest rates rise to almost 9 percent by the end of the year (as compared to 5 percent at the beginning of the year). It had become clear by then that monetary policy over the preceding two to three years had been far too expansionary.

For 1990, the SNB correctly predicted a decline in output growth, but strongly underestimated the course of inflation, which accelerated to a rate exceeding 6 percent by mid-1990. As a result, it had to tighten its policy once more (after a temporary relaxation in the summer of 1990 because of the first signs of a cyclical slowdown). Again, it permitted less money growth than it had originally announced. The target deviation in 1990, in contrast to the preceding years, no longer reflected a downward shift in base money demand, but rather highlighted the necessity of pursuing a tighter monetary policy than originally anticipated in view of the dynamics of inflation.

The SNB's task in the late 1980s was complicated, in comparison to the situation in earlier times, by the development of a number of indexing mechanisms over the 1980s which helped to reinforce inflationary impulses, most notably one linking housing rents to mortgage interest rates. Since housing rents are an important influence on the Swiss CPI, inflation tends to increase in the short-run when monetary policy is tightened. This is one reason why the strength of the inflation increase in 1990/1991 was considerably underestimated by the SNB. Thus, while the policy course of 1987–1989 represents a clear policy mistake, it is difficult to say whether other approaches to policymaking would have helped the SNB to choose a better response. Again, the one conclusion which can be made is that it should have paid more attention to interest rate signals in this period.

11.4.4 Third critical episode: currency appreciation and monetary overrestriction of 1994–1995

By 1994, economic conditions in Switzerland had improved considerably. Inflation had declined to almost 2 percent and an economic recovery seemed to be around the corner. However, the situation was characterised by considerable uncertainty, both with respect to cyclical conditions and to inflation. Doubts as to the reliability of the economic recovery were still widespread. So too were fears of a possible reignition of inflation, not least in connection with the introduction of a new value added tax, which was to become effective at the beginning of 1995 and was expected to lead to a temporary jump in inflation.

The Swiss franc appreciated in real terms, creating challenging conditions for the Swiss export sector. The monetary base ceased to increase in the summer of 1994 and even began to decline again. Despite this signal of its monetary indicator, the SNB decided to adhere to a relatively restrictive policy which amounted to leaving interest rates unchanged at the level reached at the end of 1993. The main motivation for this was the concern about the potential inflationary effects of the expected cyclical upturn, together with the expected effects of the new value added tax. Ex post, it turned out, however, that the SNB, along with other forecasters, had overestimated the strength of the cyclical recovery.

Towards the end of 1994, the National Bank allowed short-term interest rates to decline somewhat. However, for 1995, the SNB (and many other forecasters) again overestimated output growth. Consequently, it could not yet convince itself to switch clearly to an easier policy. Actually, the monetary base grew less than it should have according to the SNB's intentions. The economic recovery remained weak, particularly because of a massive real appreciation of the Swiss franc. Finally, in the spring of 1995, the SNB began to reverse its course and to lower interest rates decisively. This helped to reverse the upward trend of the Swiss currency. The Swiss economy continued to stagnate, however, partly for external reasons (a slowdown in the German economy, in particular), causing the SNB to lower interest rates further in December 1995. This notwithstanding, the slump in the Swiss economy continued throughout 1996.

Several remarks are in order concerning this episode of Swiss monetary policy:

The SNB was very strongly criticised for its policy in 1994 and 1995, both at the time and ex post. While this criticism is justified for 1994 – its policy was clearly too restrictive in retrospect – inspection of the facts shows that

for 1995 it is not. The SNB first began to relax its policy at the end of 1994, and continued to loosen it decidedly after the spring of 1995. Of course, results would have been better had it already changed its course in the summer of 1994.

Many critics of the National Bank blamed this error on the monetary targeting framework it still adhered to at the time. The SNB was admonished for being a slave to its 'monetarist' convictions and tradition. This is not justified, however. In fact, the signals provided by its money indicator (being far below its target value) at the time pointed in the right direction, but were overruled in the SNB's decision process by other indicators supporting a different course.

One main reason for this policy error was a misjudgement of the cyclical development of the economy: business cycle expectations were too optimistic – not just those of the SNB, but also those of most other forecasters. An error remains an error, however. That said, realism and honesty suggest that this is a type of error which, in principle, can occur at any time under any policy strategy. No policymaker and no central bank strategy can be totally immune to misjudgements of this sort. Another reason for this misjudgement was the fear of reigniting inflation. This again was not totally unjustified at the time. The influence of the new value added tax has been mentioned. In addition, the recollection of the experience of 1980/1981, where the SNB had been too tardy in switching to a restrictive stance, thereby sparking an acceleration of inflation, probably weighed heavily on the minds of many SNB officials (and other observers).

Finally, it should be reiterated that the 'original' and major policy error at the outset of this entire process had occurred with the monetary overexpansion of 1987–1989. In a way, the problems of 1994/1995 represented a 'derived' problem in the aftermath of the inflation surge of the early 1990s and the need for monetary corrections made necessary by it.

11.4.5 Was the SNB's policy too monetarist and not flexible enough?

Some of the more extreme critics of SNB policy claim that Swiss monetary policy throughout the last twenty-five years was too strongly 'money stock-oriented' and not flexible enough. A representative example of such a view is found in Franz Ettlín and Serge Gaillard.¹⁷ These authors argue that Swiss monetary policy, until mid-1996, was characterised by a complete lack of willingness to use its instruments flexibly in the pursuit of economic stabilisation.

¹⁷ Ettlín and Gaillard (2001).

Throughout the entire 1989–1996 period in particular, it was far too restrictive and represented the main reason for the stagnation of the Swiss economy during this phase, in their opinion. A more expansionary policy, aimed at preventing exchange rate appreciations, would have allowed a much more favourable macroeconomic performance.

As the above discussion has shown, SNB policy over this period was not without its weaknesses. In this general form, however, the criticism is entirely untenable. SNB policy after Bretton Woods was characterised by a large amount of short-term flexibility from the beginning. The SNB demonstrated its readiness to deviate from announced money growth targets when this was deemed necessary as early as 1977/1978, in its response to the massive real exchange rate appreciation of those years. It did this in order to prevent damage to the real sector of the Swiss economy, in spite of the risks such a policy represented for its price stability objective. The SNB has proven on numerous other occasions that it was willing to take into account considerations and indicators other than money stock objectives in its policy decisions. Its record in terms of flexibility is thus much more favourable than is alleged by Ettlín and Gaillard. However, the SNB has always – correctly – kept its long-run commitment to price stability, and the money stock targets that were designed to serve this commitment, foremost in its mind. In those instances where inflation, for whatever reason, broke out of its price stability range, the SNB moved decisively to restore price stability. This was not a flaw, but rather the source of its overall success.

Ettlín and Gaillard argue that the National Bank should have conducted a much more expansionary monetary policy aimed at lowering interest rates and avoiding exchange rate appreciation for the Swiss currency between 1991 and 1996. Implicitly, they assume that such a policy course would have had no adverse effects on inflation, inflation expectations and long-run market rates of interest. In fact, this is an issue hardly touched upon by them. They merely see the beneficial effects their suggested policy would have had on aggregate demand.

However, this is an extremely unlikely course of events. Inflation expectations were not yet stabilised at low levels in 1991–1994. Fears of a reacceleration of inflation were still widespread. Such a policy would probably have been highly unstable and led to much greater problems in the years to come. The fact that after 1995, when inflation and inflation expectations were once again finally broken and stabilised at a low level, low interest rates were compatible with price stability and a revitalised economy is no evidence of the unlimited powers of an activist and expansionary monetary policy, as Ettlín

and Gaillard seem to believe. Rather, it confirms that economic stability and growth are enhanced, and low nominal interest rates caused, by a credible commitment to monetary stability.

It should also be mentioned that Ettlin and Gaillard claim that the SNB only changed its monetary policy stance after mid-1996, and they locate a break in SNB policy at this time. This allegation – which has been taken up by others – is not supported by facts. The National Bank's switch to an expansionary policy took place at the end of 1994 and, particularly, in the first half of 1995.

11.4.6 Should the SNB's policy have been more exchange rate-oriented?

The adoption of a strategy with a more explicit orientation towards the exchange rate was often suggested by various observers of SNB policy, especially during the 1990s.¹⁸ According to Rich, the National Bank did consider various possible schemes for combining monetary targeting and price level objectives with target zones for the exchange rate, especially the Swiss franc/German mark rate.¹⁹ However, based on the difficulties of such schemes as revealed in their international discussion, the SNB came to the conclusion – and rightly so – that their risks exceeded their benefits. If a narrow zone had been adopted, this would have been close to a return to a fixed exchange rate, with all its disadvantages – loss of monetary autonomy, disappearance of the Swiss interest rate bonus. Furthermore, it is not clear that an exchange rate peg, even against a currency characterised by price stability, such as the German mark, would have been consistent with a trend of stable prices in Switzerland, given the trend of real appreciation of the Swiss franc against the mark and other currencies observed over the last twenty-five years.

Under a fixed nominal exchange rate, such a trend, had it persisted, would have revealed itself in the form of a higher inflation in Switzerland.²⁰ Furthermore, given the strong commitment of the SNB to price stability in the past, an exchange rate orientation of Swiss monetary policy might have faced a severe credibility problem and speculative tests.²¹

The adoption of a wide exchange rate target zone, meanwhile, would not really have changed much. A general awareness in the public that the SNB was considering the exchange rate in its policy setting existed in any case. The choice of a specific target zone might even have been counterproductive, by

18 Cf., for example, Brunetti and Hefeker (1998); Weizsäcker (1998).

19 Rich (2003), p. 31.

20 Genberg and Kohli (1997).

21 Baltensperger, Fischer and Jordan (1999).

inducing speculative behaviour designed to test the seriousness of the SNB's commitment to defend this zone, or to reveal its boundaries in the case of an informal and not publicly announced range.

11.5 Conclusion

The National Bank has come a long way in its policy concept and policy execution over the last twenty-five years. As the review above shows, it has made a significant contribution to the intellectual debate on monetary policy concepts and their evolution over this period. The SNB played a pioneering role in the application of monetary targeting in the 1970s and 1980s. It attempted to transform this approach into a more explicitly flexible and medium-term oriented procedure in the 1990s. While well meant, this attempt met with mixed success. Finally, by defining its new concept, to become effective in December 1999, the SNB appears to have contributed to a new framework, which looks very modern in view of today's international discussion among leading monetary policy experts with regard to best practice monetary policy.

However, this essay ought to end on a humble note. While policy concepts are important and do matter, one should nevertheless always keep in mind that no framework or 'system' is fully error-proof, and no central banker is completely infallible. Thus, monetary policy, in all likelihood, will always remain an art. The SNB's experience with the application of its concepts in practical policy execution provides numerous illustrations of both the possible successes and the possible pitfalls in the performance of this art.

References

- Baltensperger, E. (1985), Disinflation – The Swiss experience, *Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften*, 105 (2/3), pp. 271–309.
- Baltensperger, E., and P. Böhm (1984), Geldmengenpolitik und Inflationskontrolle. Möglichkeiten, Kosten, flankierende Massnahmen, SIASR Schriftenreihe, 6, Diessenhofen: Rüegger.
- Baltensperger, E., A. Fischer and T. J. Jordan (1999), Soll die Schweizerische Nationalbank den Franken an den Euro binden?, *Aussenwirtschaft*, 54 (1), pp. 25–48.
- Bernanke, B. (2004), Inflation targeting, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 86 (4), pp. 165–168.
- Bernanke, B., T. Laubach, F. S. Mishkin and A. S. Posen (1999), *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton: Princeton University Press.
- Brachinger, H. W., B. Schips and W. Stier (1999), Expertise zur Relevanz des Boskin-Reports für den schweizerischen Landesindex der Konsumentenpreise, Neuchâtel: Bundesamt für Statistik.
- Brunetti, A., and C. Hefeker (1998), Soll der Schweizer Franken an den Euro gebunden werden?, *Aussenwirtschaft*, 53 (4), pp. 511–538.
- Ettlín, F., and S. Gaillard (2001), Die 90er Jahre in der Schweiz: Eine wettbewerbsfähige Wirtschaft braucht eine stabilisierende Geldpolitik, in: J. Furrer and B. Gehrig (eds.), *Aspekte der schweizerischen Wirtschaftspolitik*, Festschrift für Franz Jaeger, pp. 267–294.
- Faust, H., and D. W. Henderson (2004), Is inflation targeting best-practice monetary policy?, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 86 (4), pp. 117–144.
- Genberg, H., and U. Kohli (1997), Recent development in Swiss monetary policy, in: P. Bachetta and W. Wasserfallen (eds.), *Economic Policy in Switzerland*, London: Macmillan, pp. 8–29.
- Issing, O. (1996), *Einführung in die Geldpolitik*, 6, Munich: Vahlen.
- Kugler P., and G. Rich (2002), Monetary policy under low interest rates: the experience of Switzerland in the late 1970s, *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik/ Swiss Journal of Economics and Statistics*, 138 (3), pp. 241–269.
- Rich, G. (2003), Swiss monetary targeting 1974–1996: the role of internal policy analysis, *ECB Working Paper Series*, 236, Frankfurt am Main: European Central Bank.
- Schiltknecht, K. (1989), Geldmengenpolitik und Wechselkurs: Der schweizerische Weg, in: N. Bub, D. Duwedag and R. Richter (eds.), *Geldwertsicherung und Wirtschaftsstabilität, Essays in Honour of Helmut Schlesinger*, Frankfurt am Main: Knapp.
- SNB (1982), *75^e anniversaire Banque nationale suisse – Les années 1957 à 1982*, Lausanne: Editions 24 Heures.
- SNB (1990), *Monnaie et conjoncture*, Bulletin trimestriel de la Banque nationale suisse, 4, December, pp. 273–274.
- Weizsäcker, C.-C. von (1998), Ein Vorschlag zur Wechselkurspolitik der Schweiz, *Neue Zürcher Zeitung*, 31 January, 25, p. 85, Zurich.

12 Inflation targeting: true progress or repackaging of an old idea?¹

FREDERIC S. MISHKIN

12.1 Introduction

In 1990, a new monetary strategy was born: inflation targeting. Inflation targeting embodies five key elements:

1. Public announcement of medium-term numerical targets for inflation.
2. An institutional commitment to price stability as the primary, long-run goal of monetary policy and a commitment to achieve the inflation goal.
3. An information-inclusive strategy in which many variables and not just monetary aggregates are used in making decisions about monetary policy.
4. Increased transparency of the monetary policy strategy through communication with the public and the markets about the plans and objectives of monetary policymakers.
5. Increased accountability of the central bank for attaining its inflation objectives.

Since the initial adoption of inflation targeting in early 1990 by New Zealand, inflation targeting has grown in popularity: over twenty countries have adopted this monetary strategy, and once adopted, no country has abandoned inflation targeting unless it opted to give up monetary policy independence altogether by joining the European Monetary Union (such as Finland and Spain).

How new an idea is inflation targeting? After all, many central banks had made price stability a goal long before the advent of inflation targeting. Is inflation targeting really a major step forward in central bank practice, or is it nothing more than just old wine in a new bottle?

This paper examines these questions by providing a history of the economic ideas and central bank practices over the last forty-five years that led to the development of inflation targeting. It will argue that there has been an evolution of ideas and central bank practices that have led to current thinking on what constitutes best practice in central banking, and that inflation targeting is the culmination of this process. Inflation targeting is indeed something new and can be regarded as true progress given its many advantages

1 Any views expressed in this paper are those of the author only and not those of Columbia University or the National Bureau of Economic Research. I would like to thank Ulrich Kohli for his comments.

over earlier monetary policy strategies. It is not revolutionary, however: rather it is a refinement of what has gone before. In fact, inflation targeting continues to evolve as we speak and will continue to be improved in the future.

12.2 Central banking in the 1960s

The 1960s began with a relatively benign inflation environment, particularly in the United States, where inflation was running at an annual rate of a little over 1 percent. (Inflation rates were higher in countries such as the United Kingdom, Germany, France and Japan, but were still below 4 percent in 1960.) The strategy at the Federal Reserve and many other central banks was one in which the central banks focused on ‘money market conditions’, in other words on variables such as nominal interest rates, bank borrowings from the central bank and free reserves (excess reserves minus borrowings).² In addition, economists armed with Keynesian macroeconomic models argued that they could fine-tune the economy to produce maximum employment with only slight inflation consequences. Particularly influential at the time was a famous paper by Paul Samuelson and Robert Solow³ which argued that work by Alban Phillips,⁴ which became known as the Phillips curve, suggested that there was a long-run trade-off between unemployment and inflation and that this trade-off should be exploited. Indeed, Samuelson and Solow even mentioned that a non-perfectionist’s goal of a 3 percent unemployment rate could be attained at what they considered to be a low cost of inflation of 4 to 5 percent per year. This thinking by the then dominant Keynesian economists led to increased monetary and fiscal policy activism to get the economy to full employment. However, the subsequent economic record was not a happy one. Inflation accelerated, with the inflation rate in the US and other industrialised countries eventually climbing to above 10 percent in the 1970s, leading to what has been dubbed the Great Inflation, while the unemployment rate deteriorated from the performance in the 1950s.

The counterattack to policy activism initially came from the monetarists led by Milton Friedman. Friedman, in a series of famous publications in 1963, established that fluctuations in the growth rate of the money supply were far more capable of explaining economic fluctuations and inflation than nominal interest rates.⁵ Karl Brunner and Alan Meltzer in a Congressional

2 For a description of economic thinking and monetary policy practice in the 1960s, cf. Mayer (1998); Romer and Romer (2002).

3 Samuelson and Solow (1960).

4 Phillips (1958).

5 Friedman and Schwartz (1963a, 1963b); Friedman and Meiselman (1963).

testimony criticised the use of money market conditions to guide monetary policy and suggested that targeting monetary aggregates would produce better policy outcomes.⁶ In his famous 1967 presidential address to the American Economic Association (published in 1968), Friedman⁷ along with Edmund Phelps argued that there was no long-term trade-off between unemployment and inflation, but rather the economy would gravitate to a natural rate of unemployment in the long run no matter what the rate of inflation.⁸ In other words, the long-run Phillips curve would be vertical, and attempts to lower unemployment below the natural rate would only result in higher inflation. The monetarist counterattack implied that monetary policy should be focused on control of inflation and that the best way to do this would be to pursue steady growth in the money supply.

12.3 Central banking in the 1970s: the advent of monetary targeting

The monetarist counterattack was not successful at first in getting central banks to increase their focus on controlling inflation and money supply growth. In the early 1970s, estimates of the parameters of the Phillips curve did not yet suggest that the long-run Phillips curve was vertical. Furthermore, economists and policymakers were not fully aware of the importance of expectations to the effect of monetary policy on the economy, which would have led them to accept the Friedman-Phelps natural rate hypothesis more quickly. Also, estimates of the natural rate of unemployment were far too low, thus suggesting that increases in inflation, which were occurring at then prevalent unemployment rates, were the result of special factors and not an overly expansionary monetary policy.⁹

Starting in the early 1970s, Robert Lucas launched the rational expectations revolution in a series of papers.¹⁰ The theory of rational expectations made it immediately clear why there could be no long-run trade-off between unemployment and inflation, so that attempting to lower unemployment below the natural rate would only lead to higher inflation, and no improvement in performance in output or employment. Indeed, one implication of rational expectations in a world of flexible wages and prices was the policy ineffectiveness

6 Brunner and Meltzer (1964a, 1964b, 1964c).

7 Friedman (1968).

8 Phelps (1967).

9 Mayer (1998); Romer and Romer (2002).

10 Lucas (1972, 1973, 1976). The paper of 1976 was already very influential in 1973, when it was initially presented at the first Carnegie-Rochester Conference. Note that, although Muth (1960, 1961) introduced the idea of rational expectations over ten years earlier, his work went largely unnoticed until resurrected by Lucas.

proposition which suggested that a constant money growth rate rule along the lines suggested by Friedman does as well as any other deterministic policy rule with feedback.¹¹ All that policy activism advocated by Keynesian economists would produce would be higher and more variable rates of inflation.

The rational expectations revolution also made clearer the need for the use of a nominal anchor, a nominal variable such as the inflation rate or the money supply, which ties down the price level to achieve price stability. Adherence to a nominal anchor that keeps the nominal variable within a narrow range promotes price stability by directly promoting low and stable inflation expectations.

Events on the ground were also leading to a rejection of policy activism. Inflation began a steady rise in the 1960s and, in the aftermath of the 1973 oil price shock, it climbed to double-digit levels in many countries. Economists,¹² but also the public and politicians, began to discuss the high costs of inflation. The ideas espoused by monetarists that central banks needed to control the growth rate of monetary aggregates came to the fore.

In the mid-1970s, a number of industrialised countries began to engage in monetary targeting, which involved three elements. Firstly, reliance on information conveyed by a monetary aggregate to conduct monetary policy, secondly, the announcement of medium-term targets for monetary aggregates, and finally, some accountability mechanism to preclude large and systematic deviations from the monetary targets.¹³ The Federal Reserve started to follow weekly tracking paths for M_1 and indicated its preferred behaviour for M_2 . Then, in 1975, in response to a Congressional resolution, the Federal Reserve began to announce publicly its targets for money growth. The UK commenced informal targeting of a broad monetary aggregate, sterling M_3 , in late 1973, and began formal publication of targets in 1976. The Bank of Canada instituted monetary targeting in 1975, under a programme of 'monetary gradualism', in which M_1 growth was to be controlled with a gradually falling target range. In late 1974, both the Deutsche Bundesbank and the Swiss National Bank began to announce money stock targets, with the Bundesbank choosing to target central bank money, a narrow aggregate that was the sum of currency in circulation and bank deposits weighted by the 1974 required reserve ratios, and the SNB targeting M_1 . In 1978, the Bank of Japan announced 'forecasts' of growth rates of M_2 (and after 1979, $M_2 + \text{CDs}$, certificates of deposit).

11 Sargent and Wallace (1975).

12 Cf., for example, the surveys in Fischer (1993); Anderson and Gruen (1995).

13 Cf. Bernanke and Mishkin (1992).

12.4 Central banking in the late 1970s and 1980s: the failure of monetary targeting?

Monetary targeting had several potential advantages over previous approaches to the conduct of monetary policy. Announced figures for monetary aggregates are typically reported periodically with very short time lags, within a couple of weeks, allowing monetary targets to send signals almost immediately to both the public and markets about the stance of monetary policy and the intentions of policymakers to keep inflation in check. These signals can help to modify inflation expectations and produce less inflation. Monetary targets also have the advantage of being able to promote almost immediate accountability of monetary policy to keep inflation low.

These advantages of monetary aggregate targeting depend on one key assumption: there must be a strong and reliable relationship between the goal variable (inflation or nominal income) and the targeted aggregate. If there is velocity instability, so that the relationship between the monetary aggregate and the goal variable is weak, then monetary aggregate targeting will not work. The weak relationship implies that hitting the target will not produce the desired outcome on the goal variable and thus the monetary aggregate will no longer provide an adequate signal about the monetary policy stance. The breakdown of the relationship between monetary aggregates and goal variables, such as inflation and nominal income, was common, not only in the United States,¹⁴ but also in Germany.¹⁵ A similar problem of instability in the money-inflation relationship has been found in emerging market countries, such as those in Latin America.¹⁶

Monetary targeting in the US, Canada and the UK did not prove to be successful in controlling inflation. There are two interpretations for why this was the case. One is that monetary targeting was not pursued seriously, so it never had a chance to be successful. The Federal Reserve, the Bank of Canada and the Bank of England, in particular, engaged in substantial game-playing in which they targeted multiple aggregates, allowed base drift, did not announce targets on a regular schedule, used artificial means to bring down the growth of a targeted aggregate (the corset in the UK), regularly overshot their targets without reversing the overshoot later and often obscured why deviations from the monetary targets occurred.¹⁷

The second reason for monetary targeting's lack of success was the increasing

14 Stock and Watson (1989); Friedman and Kuttner (1993).

15 Estrella and Mishkin (1997).

16 Mishkin and Savastano (2001).

17 Cf. Bernanke and Mishkin (1992).

instability of the relationship between monetary aggregates and goal variables, such as inflation (or nominal income), meant that this strategy was doomed to failure and indeed was not pursued seriously, because to do so would have been a mistake. By the early 1980s, it was becoming very clear that the relationship between monetary aggregates and inflation and nominal income had broken down and all three countries formally abandoned monetary targeting. Or as Gerald Bouey, a former governor of the Bank of Canada, put it: “We didn’t abandon monetary aggregates, they abandoned us.”

The problems that an unstable relationship between money and inflation creates for monetary targeting are further illustrated by the experience of Switzerland between 1989 and 1992, which was not a happy one for the Swiss National Bank because it failed to maintain price stability after it had successfully reduced inflation.¹⁸ The substantial overshoot of inflation from 1989 to 1992, reaching levels above 5 percent, was due to two factors. The first was that the strength of the Swiss franc from 1985 to 1987 caused the SNB to allow the monetary base to grow at a rate greater than the 2 percent target in 1987 and then caused it to raise the money growth target to 3 percent for 1988. The second arose from the introduction of a new interbank payment system, Swiss Interbank Clearing (SIC), and a wide-ranging revision of the commercial banks’ liquidity requirements in 1988. The result of the shocks to the exchange rate and the shift in the demand for monetary base arising from the institutional changes mentioned above created a serious problem for the SNB’s targeted aggregate. As 1988 unfolded, it became clear that the National Bank had miscalculated the effects of these shocks, so that monetary policy was too easy even though the monetary target had been undershot. The result was a subsequent rise in inflation to above the 5 percent level. As a result of this experience, the National Bank moved away from monetary targeting; first, by not specifying a horizon for its target when announcing it at the end of 1990, and then, by moving to a horizon of five years for the target, until it abandoned monetary targeting altogether in 1999.

The German (and the initial Swiss) experience with monetary targeting was in general successful, and understanding why will help to explain how monetary policy practice evolved towards inflation targeting. As argued by Jürgen von Hagen,¹⁹ the adoption of monetary targeting by the Bundesbank in late 1974 arose from the decision-making and strategic problems that it faced at the time. Under the Bretton Woods regime, the Bundesbank had lost

18 Cf., for example, Rich (1997).

19 Hagen (1999).

the ability to control monetary policy. Focusing on a monetary aggregate was a way for it to regain control over the conduct of monetary policy. German inflation was also very high (at least by German standards), reaching 7 percent in 1974, and yet the economy was weakening. The Bundesbank adopted a monetary target in an effort to resist political pressure and signal to the public that it would keep a close eye on monetary expansion. It was also concerned that pursuing price stability and aiming at full employment and high output growth would lead to policy activism, which in turn would lead to inflationary monetary policy. Monetary targeting also had the advantage of indicating that the Bundesbank was responsible for controlling inflation in the longer term, but should not try to fight temporary bursts of inflation, particularly if they came from non-monetary sources.

The circumstances of the adoption of monetary targeting regimes in Germany (and also Switzerland) led to several important design features. These monetary targeting regimes were not bound by monetarist orthodoxy and were very far from a Friedman-type monetary targeting rule, in which a monetary aggregate is kept on a constant growth rate path and is the primary focus of monetary policy.²⁰ The Bundesbank allowed growth outside its target ranges for periods of two to three years, with the result that its target overshoots were reversed. Monetary targeting in Germany and Switzerland was primarily a method of communicating the monetary policy strategy that focused on long-run considerations and the control of inflation.

The calculation of monetary target ranges put a great deal of emphasis on making policy transparent (clear, simple and understandable) and on regular communication with the public. Firstly, a numerical inflation goal was prominently featured in the setting of target ranges which was a very public exercise. The Bundesbank's setting of targets used a quantity theory equation to derive the monetary target growth rate using the numerical inflation goal, estimated potential output growth and expected velocity trends. The use of estimated potential output growth, rather than a desired path of actual output growth, in setting the monetary targets was an important feature of the strategy, as it signalled that the Bundesbank would not be focusing on short-run output objectives. Secondly, monetary targeting, far from being a rigid policy rule, was quite flexible in practice. The target ranges for money growth were missed approximately 50 percent of the time in Germany, often because the Bundesbank also focused on other objectives, including output and

20 Issing (1996).

exchange rates.²¹ Furthermore, the Bundesbank demonstrated its flexibility by allowing its inflation goal to vary over time and to converge quite gradually with the long-run inflation goal.

When the Bundesbank first set its monetary targets at the end of 1974, it announced a medium-term inflation goal of 4 percent, well above what it considered to be an appropriate long-run goal for inflation. It clarified that this medium-term inflation goal differed from the long-run goal by labelling it the ‘unavoidable rate of price increase’. Its gradualist approach to reducing inflation led to a period of nine years before the medium-term inflation goal was considered consistent with price stability. When this occurred at the end of 1984, the medium-term inflation goal was renamed the ‘normative rate of price increases’ and was set at 2 percent and continued at this level until 1997, when it was changed to 1.5–2 percent. The Bundesbank also responded to negative supply shocks and restrictions in the supply of energy or raw materials that pushed up the price level by raising its medium-term inflation goal. One specific case occurred in the wake of the second oil price shock in 1980, when it raised the ‘unavoidable rate of price increase’ from 3.5–4 percent.

The monetary targeting regimes in Germany and Switzerland demonstrated a strong commitment to the communication of the strategy to the general public. The money growth targets were continually used as a framework in explaining the monetary policy strategy, and both the Bundesbank and the SNB devoted tremendous effort – in their publications and frequent speeches alike – to communicate to the public what the central bank was trying to achieve. Indeed, given that both central banks frequently missed their money growth targets by significant amounts, their monetary targeting frameworks are best viewed as a mechanism for transparently communicating how monetary policy was being directed to achieve their inflation goals and as a means of increasing the accountability of the central bank.

Germany’s monetary targeting regime was successful in producing low inflation, and its success was envied by many other countries, which also explains why it was chosen as the anchor country for the Exchange Rate Mechanism. One clear indication of Germany’s success was in the aftermath of German reunification in 1990. Despite a temporary surge in inflation stemming from the terms of reunification, high wage demands and fiscal expansion, the Bundesbank was able to keep these temporary effects from becom-

21 Cf. Hagen (1995); Neumann and Hagen (1993); Clarida and Gertler (1997); Mishkin and Posen (1997); Bernanke and Mihov (1997).

ing embedded in the inflation process, and by 1995, inflation fell back down below the Bundesbank's normative inflation goal of 2 percent.

The experience of Germany and Switzerland illustrates that much of the success of their monetary policy regimes resulted from their active use of the monetary targeting strategy to communicate clearly a long-run strategy of inflation control. Both central banks used monetary targeting to state the objectives of monetary policy in a clear manner and to explain that policy actions remained focused on long-run price stability when targets were missed. The active communication with the public by the Bundesbank and the SNB increased their transparency and accountability. In contrast, the game-playing which was a feature of monetary targeting in the United States, the United Kingdom and Canada hindered the communication process so that the transparency and accountability of the central banks in these countries were not enhanced.

The German and Swiss experiences also show that the two central banks were quite flexible in their monetary targeting approach and did not come even close to following a rigid rule. Despite a flexible approach to monetary targeting, which included tolerating target misses and gradual disinflation, Germany and Switzerland demonstrated that flexibility is consistent with successful inflation control. Their key to success was seriousness in pursuing the long-run goal of price stability and actively engaging public support for this task.

The weak relationship between money and nominal income, however, implies that hitting a monetary target does not produce the desired outcome for a goal variable such as inflation. Furthermore, the monetary aggregate no longer provides an adequate signal about the stance of monetary policy. Thus, except under very unusual circumstances, monetary targeting does not provide a good nominal anchor or help to modify inflation expectations. In addition, an unreliable relationship between monetary aggregates and goal variables makes it more difficult for monetary targeting to serve as a communications device that increases the transparency of monetary policy and makes the central bank accountable to the public.

12.5 The search for a better nominal anchor: the birth of inflation targeting in the 1990s

The rational expectations revolution also provided a more subtle reason explaining the importance of a nominal anchor in the papers by Finn Kydland and Edward Prescott, Guillermo Calvo, as well as Robert Barro and David Gordon on the time-inconsistency problem, in which monetary policy

conducted on a discretionary, day-to-day basis leads to poor outcomes in the long term.²² Optimal monetary policy should not try to exploit the short-run trade-off between unemployment and inflation by pursuing overly expansionary policy, because decisions concerning wages and prices reflect workers' and firms' expectations about policy; when they see a central bank pursuing an expansionary policy, workers and firms raise their expectations about inflation, and push wages and prices up. The rise in wages and prices leads to higher inflation, but does not result in higher output on average. Monetary policymakers, however, are tempted to pursue a discretionary monetary policy that is more expansionary than firms or people expect, because such a policy would boost economic output (or lower unemployment) in the short-run. In other words, the monetary policymakers find themselves unable to follow an optimal plan consistently over time; the optimal plan is time-inconsistent and is soon abandoned.

One undesirable feature of the time-inconsistency literature first raised by Bennett McCallum and elaborated on by Frederic Mishkin is that the time-inconsistency problem by itself does not imply that a central bank will pursue expansionary monetary policy which leads to inflation.²³ Simply by recognising the problem that forward-looking expectations in the wage and price setting process create for a strategy of pursuing expansionary monetary policy, monetary policymakers can decide to 'just not do it', that is, not pursue expansionary policy, and avoid the time-inconsistency problem altogether. Although central bankers are fully aware of the time-inconsistency problem, it still remains a problem because politicians are able to put pressure on central banks to pursue an overly expansionary monetary policy.²⁴

Putting in place a strong nominal anchor can help to prevent the time-inconsistency problem in monetary policy by providing an expected constraint on discretionary policy. A strong nominal anchor can help to ensure that the central bank will focus on the long term and resist the temptation or political pressures to pursue short-run expansionary policies that are inconsistent with the long-run price stability goal. However, as we have seen, a monetary target will have trouble serving as a strong nominal anchor if the relationship between money and inflation is unstable. The disappointments with monetary targeting led to a search for a better nominal anchor and resulted in the development of inflation targeting in the 1990s.

22 Kydland and Prescott (1977); Calvo (1978); Barro and Gordon (1983).

23 McCallum (1995); Mishkin (2000a).

24 For an example of how the time-inconsistency problem can be modelled as resulting from political pressure, cf. Mishkin and Westelius (2006).

Inflation targeting evolved from monetary targeting by adopting its most successful elements: an institutional commitment to price stability as the primary long-run goal of monetary policy and to the achievement of the inflation goal; increased transparency through communication with the public about the objectives of monetary policy and the plans for policy actions to achieve these objectives; and increased accountability of the central bank to achieve its inflation objectives. Inflation targeting, however, differs from monetary targeting in two key dimensions. Rather than announce a monetary aggregate target, the central bank publicly announces a medium-term numerical target for inflation and makes use of an information-inclusive strategy, with a reduced role for intermediate targets such as money growth.

The first country to adopt inflation targeting was New Zealand. After bringing inflation down from almost 17 percent in 1985 to the vicinity of 5 percent by 1989, the New Zealand parliament passed a new Reserve Bank of New Zealand Act in 1989, which entered into effect on 1 February 1990. Besides increasing the independence of the central bank, moving it from being one of the least independent to one of the most independent among the industrialised countries, the new act also committed the Reserve Bank to the sole objective of price stability. It stipulated that the Minister of Finance and the Governor of the Reserve Bank should negotiate and make public a Policy Targets Agreement that sets out the targets by which monetary policy performance would be evaluated. These agreements have specified numerical target ranges for inflation and the dates by which they were to be reached. The first one, signed by the Minister of Finance and the Governor of the Reserve Bank on 2 March 1990, directed the Reserve Bank to achieve an annual inflation rate of 3–5 percent by the end of 1990 with a gradual reduction in subsequent years to a 0–2 percent range by 1992 (changed to 1993), which was kept until the end of 1996, when the range was changed to 0–3 percent and then to 1–3 percent in 2002.

New Zealand was followed by Canada, which announced inflation targets in February 1991, by Israel in January 1992, by the United Kingdom in October 1992, by Sweden in January 1993 and by Finland in February 1993. (Chile adopted a softer form of inflation targeting in January 1991.)²⁵ Since its inception, more than twenty countries have adopted inflation targeting, including

25 The dating of adoption of inflation targeting is not always clear-cut. The dates used here are from Mishkin and Schmidt-Hebbel (2002).

Switzerland in January 2000,²⁶ and new ones join the inflation targeting club every year.

Inflation targeting superseded monetary targeting because of its several advantages. First, inflation targeting does not rely on a stable money-inflation relationship, so that large velocity shocks which distort this relationship are largely irrelevant to monetary policy performance.²⁷ Second, the use of more information, and not primarily one variable, to determine the best settings for policy, has the potential to produce better policy settings. Third, an inflation target is readily understood by the public because changes in prices are of immediate and direct concern, while monetary aggregates are farther removed from peoples' experience. Inflation targets are therefore better at enhancing the transparency of monetary policy, as they make the objectives of the monetary authorities clearer. This does not mean that monetary targets could not serve as a useful communication device and increase accountability to control inflation as they did in Germany and Switzerland. However, once the relationship between monetary aggregates and inflation breaks down, as it has repeatedly (particularly in Switzerland), monetary targets lose a substantial degree of transparency, because the central bank then has to provide complicated explanations as to why it is appropriate to deviate from the monetary target. Finally, inflation targets increase central bank accountability, as the central bank's performance can now be measured against a clearly defined target. Given the unstable money-inflation relationship, monetary targets work less well in this regard, which makes it harder to impose accountability on the central bank, because the central bank will necessarily miss its monetary targets frequently, as in the case of the Bundesbank, which missed its target ranges over half of the time.

26 Switzerland does not like to refer to its regime as inflation targeting, although it meets all of the criteria for inflation targeting outlined above. The Swiss regime does differ in some elements from inflation targeting regimes in countries like the United Kingdom and New Zealand in that the central bank – rather than the government – determines the numerical inflation goal, and the time horizon for the achievement of the inflation goal is not announced. The Swiss monetary policy regime is therefore more flexible than some other inflation targeting. Nonetheless, there are differing degrees of flexibility in the way inflation targeting is practised and the Swiss regime fits the definition of inflation targeting used in Bernanke et al. (1999) and in much of the literature. Officials at the SNB, when asked why they do not like to use the term inflation targeting, explain that they see their regime as highly flexible and the use of the word target might be misconstrued by the public.

27 An unstable relationship between money and inflation could make inflation targeting more difficult, since there is less information in the monetary aggregates to help forecast inflation. However, successful inflation targeting is not dependent on having a stable money-inflation relationship as long as other information enables the monetary authorities to forecast future inflation and the impact of the current monetary policy stance on the economy.

A key feature of all inflation targeting regimes is that they put enormous emphasis on transparency and communication. Inflation targeting central banks communicate frequently with the government – some of their exchanges are mandated by law and some are in response to informal inquiries – and their officials take every opportunity to hold public speeches on their monetary policy strategy. Communication of this type is prominent among central banks that have not adopted inflation targeting, including monetary targeters such as the Bundesbank and the SNB, and non-targeters, such as the Federal Reserve. However, inflation targeting central banks have taken public outreach a number of steps further: not only have they engaged in extended public information campaigns, including the distribution of glossy brochures, but they have also begun to publish inflation report type documents (originated by the Bank of England).

The publication of inflation reports is particularly noteworthy, because these documents depart from the usual, dull-looking, formal reports of central banks and take on the best elements of textbook writing (fancy graphs, use of boxes) in order to better communicate with the public. Inflation reports are far more user friendly than previous central bank documents and explain the goals and limitations of monetary policy, including the rationale for inflation targets, the numerical values of the inflation targets and how they were determined, how the inflation targets are to be achieved, given current economic conditions, and reasons for any deviations from targets. Almost all such reports provide inflation forecasts, while the majority provide output forecasts, and some provide a projection of the policy path for interest rates.²⁸ These communication efforts have improved private sector planning by reducing uncertainty about monetary policy, interest rates and inflation; they have promoted public debate of monetary policy, in part by educating the public about what a central bank can and cannot achieve; and they have helped to clarify the responsibilities of the central bank and of politicians in the conduct of monetary policy.

Because an explicit numerical inflation target increases the accountability of a central bank with respect to controlling inflation, inflation targeting also has the potential to reduce the likelihood that a central bank will suffer from the time-inconsistency problem in which it reneges on the optimal plan and instead tries to expand output and employment by pursuing an overly expansionary monetary policy. However, since time-inconsistency is more likely to stem from political pressures on the central bank to engage in an overly

28 Cf. table 1 in Mishkin (2004).

expansionary monetary policy, a key advantage of inflation targeting is that it is better able to focus the political debate on what a central bank can do in the long term – that is, control inflation – rather than what it cannot do – permanently raise economic growth and the number of jobs through expansionary monetary policy.²⁹ Inflation targeting thus appears to reduce political pressures on the central bank to pursue inflationary monetary policy and thereby reduces the likelihood of time-inconsistent policymaking.

Although inflation targeting has the ability to limit the time-inconsistency problem, it does not do so by adopting a rigid rule, and thus has much in common with the flexibility of earlier monetary targeting regimes. Inflation targeting has ‘rule-like’ features in that it involves forward-looking behaviour that limits policymakers from systematically engaging in policies with undesirable long-run consequences. Rather than using a rigid rule, it employs what Ben Bernanke and Frederic Mishkin have dubbed “constrained discretion”.³⁰ Inflation targeting allows for some flexibility, but constrains policymakers from pursuing an overly expansionary (or contractionary) monetary policy.

Inflation targeting does not ignore traditional output stabilisation, but puts it into a longer-term context. Inflation-targeting regimes allow flexibility to deal with supply shocks and have allowed the target to be reduced gradually to the long-run inflation goal when inflation is initially far from this goal (also a feature of monetary targeters, such as Germany). As Lars Svensson has shown, a gradual movement of the inflation target towards the long-run price stability goal indicates that output fluctuations are a concern (in the objective function) of monetary policy.³¹ In addition, inflation targeters have emphasised that the floor of the range should be as binding a commitment as the ceiling, indicating that they are just as concerned about output fluctuations as they are about inflation. Inflation targeting is therefore better described as ‘flexible inflation targeting’.

The above discussion suggests that, although inflation targeting has indeed evolved from earlier monetary policy strategies, it does represent true progress. But how has inflation targeting fared? Has it actually led to better economic performance?

29 A remarkable example of this occurred in Canada in 1996, when a public debate ensued over a speech by the president of the Canadian Economic Association criticising the Bank of Canada. Cf. Mishkin and Posen (1997); Bernanke et al. (1999).

30 Bernanke and Mishkin (1997).

31 Svensson (1997).

The simple answer to this question is essentially yes, albeit with some qualifications.³² This conclusion is derived from the following four results:³³

- Inflation levels (and volatility), as well as interest rates, declined after countries adopted inflation targeting.
- Output volatility did not worsen, if anything it improved, after adoption of inflation targeting.
- Exchange rate pass-through seems to be attenuated by adoption of inflation targeting.³⁴
- The fall in inflation levels and volatility, interest rates and output volatility was part of a worldwide trend in the 1990s, and inflation targeters did no better in terms of these variables or in terms of exchange rate pass-through than non-inflation-targeting industrialised countries, such as the United States or Germany.^{35 36}

32 This is the conclusion in a recent paper presented to the Executive Board of the IMF; cf. Roger and Stone (2005).

33 There is also some mildly favourable evidence on the impact of inflation targeting on sacrifice ratios. Bernanke et al. (1999) did not find that sacrifice ratios in industrialised countries fell with the adoption of inflation targeting, while Corbo, Landerretche and Schmidt-Hebbel (2002) – with a larger sample of inflation targeters – concluded that inflation targets did lead to an improvement in sacrifice ratios. However, defining sacrifice ratios is extremely tricky, so less weight should be put on this evidence. Sabban, Rozada and Powell (2003) also find that inflation targeting leads to nominal exchange rate movements that are more responsive to real shocks, rather than nominal shocks. This might indicate that inflation targeting can help the nominal exchange rate to act as a shock absorber for the real economy.

34 Lower exchange rate pass-through might be seen as a drawback because it weakens this channel of the monetary policy transmission mechanism. As long as other channels of monetary policy transmission are still strong, however, the monetary authorities still have the ability to keep inflation under control.

35 For evidence supporting the first three results, cf., for example, Bernanke et al. (1999); Corbo, Landerretche and Schmidt-Hebbel (2002); Neumann and Hagen (2002); Hu (2003); Truman (2003); Ball and Sheridan (2005).

36 Ball and Sheridan (2005) is one of the few empirical papers that is critical of inflation targeting: it argues that the apparent success of inflation targeting countries is just a reflection of regression towards the mean: that is, countries that start with higher inflation are more likely to find that inflation will fall faster than countries that start with an initially low inflation rate. Since countries that adopted inflation targeting generally had higher initial inflation rates, their larger decline in inflation merely reflects a general tendency of all countries, both targeters and non-targeters, to achieve better inflation and output performance in the 1990s, when inflation targeting was adopted. This paper has been criticised on several grounds and its conclusion that inflation targeting had nothing to do with improved economic performance is unwarranted: cf. Hyvonen (2004); Gertler (2005); Mishkin and Schmidt-Hebbel (2005). However, Ball and Sheridan's paper does raise a serious question because inflation targeting is clearly an endogenous choice, and so finding that better performance is associated with inflation targeting may not imply that inflation targeting causes this better performance. Mishkin and Schmidt-Hebbel (2005) do attempt to deal explicitly with the potential endogeneity of adoption of inflation targeting through the use of instrumental variables and continues to find favourable results on inflation targeting performance.

The fourth result – that inflation and output performance of inflation-targeting countries improves, but is no better than that of countries like the US and Germany – also suggests that what is really important to successful monetary policy is the establishment of a strong nominal anchor. As pointed out in a number of papers, Germany was able to create a strong nominal anchor with its monetary targeting procedure.³⁷ In the US, the strong nominal anchor was Alan Greenspan and is now his successor Ben Bernanke.³⁸ Although inflation targeting is one way to establish a strong nominal anchor, it is not the only way. It is not at all clear that inflation targeting would have improved performance in the US during the Greenspan era, although it might well do so after Greenspan or his successor Ben Bernanke is gone.³⁹ Furthermore, as has already been emphasised, an inflation target by itself is not capable of establishing a strong nominal anchor if the government pursues irresponsible fiscal policy or inadequate prudential supervision of the financial system, which might then be prone to financial blow-ups.⁴⁰

There is, however, empirical evidence on inflation expectations that is more telling about the possible benefits of inflation targeting. Recent research has found the following additional results:

- Evidence that the adoption of inflation targeting leads to an immediate fall in inflation expectations is not strong.⁴¹
- Inflation persistence, however, is lower for countries that have adopted inflation targeting than for countries that have not.
- Inflation expectations appear to be more anchored for inflation targeters than for non-targeters, i.e. inflation expectations react less to shocks to actual inflation for targeters than for non-targeters, particularly at longer horizons.⁴²

These results suggest that once inflation targeting has been in place for a while, it does make a difference, because it better anchors inflation expectations and thus strengthens the nominal anchor. Since, as argued earlier,

37 Bernanke and Mishkin (1992); Mishkin and Posen (1997); Bernanke et al. (1999); Neumann and Hagen (2002).

38 Cf., for example, Mishkin (2000a).

39 Mishkin (2005).

40 Calvo and Mishkin (2003); Sims (2005).

41 For example, Bernanke et al. (1999) and Levin, Natalucci and Piger (2004) do not find that inflation targeting leads to an immediate fall in expected inflation, but Johnson (2002, 2003) does find some evidence that expected inflation falls after announcement of inflation targets.

42 Levin, Natalucci and Piger (2004); Castelnuovo, Nicoletti-Altimari and Palenzuela (2003).

establishing a strong nominal anchor is a crucial element in successful monetary policy,⁴³ the evidence on the inflation expectations provides a stronger case that inflation targeting has represented real progress.

12.6 Where is inflation targeting heading?

Just as inflation targeting evolved from earlier monetary policy strategies, inflation targeting will continue to evolve over time. There are three major issues that are being actively debated on where inflation targeting should be headed in the future.

Currently, all inflation targeting countries target an inflation rate rather than the price level. The traditional view, forcefully articulated by Stanley Fischer,⁴⁴ argues that a price-level target might produce more output variability than an inflation target, because unanticipated shocks to the price level are not treated as by-gones and must be offset. Specifically, a price-level target requires that a target overshoot be reversed, and this might call for a quite contractionary monetary policy which, with sticky prices, could lead to a sharp downturn in the real economy in the short run. Indeed, if the overshoot is large enough, returning to the target might require a deflation, which could promote financial instability and be quite harmful.

On the other hand, in theoretical models with a high degree of forward-looking behaviour, a price-level target produces less output variance than an inflation target.⁴⁵ Empirical evidence, however, does not clearly support forward-looking expectations formation,⁴⁶ and models with forward-looking behaviour have counter-intuitive properties that seem to be inconsistent with inflation dynamics.⁴⁷ Thus, the jury is still out on whether the monetary policy regime should move from inflation targeting to price-level targeting. Indeed, in the future, central banks might experiment with hybrid policies, which combine features of an inflation and a price-level target by announcing a commitment to some error correction in which target misses will be

43 The importance of a strong nominal anchor to successful monetary policy is also a key feature of recent theory on optimal monetary policy, referred to as the new neoclassical synthesis, cf. Woodford (2003); Goodfriend and King (1997).

44 Fischer (1994).

45 Cf., for example, Clarida, Gali and Gertler (1999); Dittmar, Gavin and Kydland (1999); Dittmar and Gavin (2000); Eggertsson and Woodford (2003); Svensson (1999); Svensson and Woodford (2003); Vestin (2000); Woodford (1999, 2003). A price-level target was used in the 1930s in Sweden. Cf. Berg and Jonung (1999).

46 Cf., for example, Fuhrer (1997).

47 Estrella and Fuhrer (1998).

offset to some extent in the future.⁴⁸ Evaluating these hybrid policies should be a major focus of future research.

Inflation targeting central banks have been gradually moving towards ever greater transparency. More inflation targeting central banks have been publishing their forecasts and several central banks have recently started to announce projections of their policy path for interest rates in the future (New Zealand, Colombia, and most recently, Norway).

Publication of forecasts and policy projections can help the public and the markets to understand central bank actions, thus reducing uncertainty and making it easier for the public and markets to assess whether the central bank is serious about achieving its inflation goal.

Svensson argues that not only should central banks announce their projections of the future policy path, but also announce their objective function (the relative weights they put on output versus inflation fluctuations in their loss function).⁴⁹ It has been argued elsewhere that central bank transparency can go too far if it complicates communication with the public.⁵⁰ Announcing a policy path may confuse the public if the message does not sufficiently convey that the path is conditional on events in the economy. The public may then regard a deviation from this path as a central bank failure, and the central bank would then be vulnerable to attacks that it is flip-flopping, which could undermine the support for its independence and focus on price stability. This objection does not mean that providing information about the future policy path in some form would not have value. It does mean, however, that there are nuances as to how this should be done. Providing information about the future policy path in more general terms or in terms of fan charts that emphasise the uncertainty about the future policy path might achieve most of the benefits of increased disclosure and still be able to make clear how conditional the policy path is on future events.⁵¹ Inflation targeting central banks are likely to experi-

48 Research at the Bank of Canada and the Bank of England suggests that an inflation target with a small amount of error correction can substantially reduce the uncertainty about the price level in the long run, but still generate very few episodes of deflation. Cf. Black, Macklem and Rose (1997); Battini and Yates (2003); King (1999).

49 Svensson (2002).

50 Mishkin (2004).

51 However, announcing a specific policy path as has recently occurred in the United States, when it announced that it would remove accommodation at a measured pace and then had thirteen straight Federal Open Market Committee meetings (as of this writing) in which it raised the policy rate by 25 basis points each time did not sufficiently convey the degree of uncertainty about the future path.

ment further with different approaches to providing more information about future policy.⁵²

A final issue confronting inflation targeting central banks is how they should respond to movements in asset prices. It is generally agreed that inflation targeters should react to asset prices when changes in these prices provide useful information about future inflation and the path of the economy. The tougher issue is whether central banks should react to asset prices over and above their effects on future inflation. When they burst, bubbles in asset prices can lead to financial instability. Some researchers have argued that, given this, monetary policy should serve to limit asset price bubbles to preserve financial stability.⁵³ To do so successfully, monetary authorities need to know when a bubble exists. However, it is unlikely that government officials, or central bankers for that matter, know better than private markets what appropriate asset prices are.⁵⁴ Ben Bernanke and Mark Gertler find that an inflation targeting approach that does not focus on asset prices above and beyond their effect on the economy, but does make use of an information-inclusive strategy in setting policy instruments, has the ability to make asset price bubbles less likely, thereby promoting financial stability.⁵⁵ With the recent sharp run-up of housing prices in many countries and the possibility of bubbles, central banks' concerns about asset price movements and what to do about them are unlikely to abate.

Fluctuations in exchange rates, another important asset price, are also a major concern for inflation targeting central banks, particularly in emerging market countries, as sharp depreciations can trigger a financial crisis.⁵⁶ Because these countries have much of their debt denominated in foreign currency, currency depreciations lead to a deterioration of firms' balance sheets. This deterioration then results in adverse selection and moral hazard problems that interfere with the efficient functioning of the financial system, thereby triggering a sharp decline in investment and economic activity. Inflation targeting central banks can therefore not afford to pursue a policy of benign neglect towards exchange rates, as is emphasised by Frederic Mishkin

52 For reasons outlined in Mishkin (2004), it may be far less likely that central banks will increase transparency in terms of announce their objective function.

53 Cf., for example, Cecchetti et al. (2000); Borio and Lowe (2002).

54 Bernanke and Gertler (2001) point out that Cecchetti et al. (2000) only find that asset prices should be included in the central bank's policy rule because they assume that the central bank knows with certainty that the asset price rise is a bubble and knows exactly when the bubble will burst.

55 Bernanke and Gertler (1999, 2001).

56 Mishkin (1996, 1999).

and Miguel Savastano.⁵⁷ They may have to smooth ‘excessive’ exchange rate fluctuations, but how they should do this is still an open question. Indeed, there is a danger that focusing on exchange rate movements might transform the exchange rate into a nominal anchor that interferes with achievement of the inflation target.⁵⁸ In addition, whenever inflation targeters have focused on exchange rate movements, they have often made serious errors (for instance New Zealand and Chile in 1997 and 1998).⁵⁹ Dealing with exchange rate fluctuations is one of the most serious challenges for inflation targeting regimes in emerging market countries.

12.7 Conclusion

The practice of central banking has made tremendous strides in recent years. We are currently in a highly desirable environment that few would have predicted fifteen years ago. Not only is inflation low, but its variability and the volatility of output fluctuations are also low. For many countries, inflation targeting has been a key element in their success. Inflation targeting is not a radical new invention, but has instead built on what has been learned over the years both from economic research and experience as to what is best practice in the conduct of monetary policy. Progress in our understanding of monetary policy will continue, and hopefully inflation targeting will continue to evolve in a direction that continues to improve monetary policy performance.

57 Mishkin (2000b); Mishkin and Savastano (2001).

58 This indeed happened in Israel (Bernanke et al., 1999) and Hungary (Jonas and Mishkin, 2005).

59 Mishkin (2001).

References

- Andersen, P., and D. Gruen (1995), Macroeconomic policies and growth, in: P. Andersen, J. Dwyer and D. Gruen (eds.), *Productivity and Growth*, Sydney: Reserve Bank of Australia, pp. 279–319.
- Ball, L., and N. Sheridan (2005), Does inflation targeting matter?, in: B. S. Bernanke and M. Woodford (eds.), *The Inflation Targeting Debate*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 249–276.
- Barro, R. J., and D. Gordon (1983), A positive theory of monetary policy in a natural rate model, *Journal of Political Economy*, 91 (4), pp. 589–610.
- Battini, N., and A. Yates (2003), Hybrid inflation and price-level targeting, *Journal of Money, Credit and Banking*, 35 (3), pp. 283–300.
- Berg, C., and L. Jonung (1999), Pioneering price level targeting: the Swedish experience 1931–1937, *Journal of Monetary Economics*, 43 (3), pp. 525–551.
- Bernanke, B. S., and M. Gertler (1999), Monetary policy and asset volatility, *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, 84 (4), pp. 17–52.
- Bernanke, B. S., and M. Gertler (2001), Should central banks respond to movements in asset prices?, *American Economic Review*, 91 (2), pp. 253–257.
- Bernanke, B. S., and I. Mihov (1997), What does the Bundesbank target?, *European Economic Review*, 41 (6), pp. 1025–1053.
- Bernanke, B. S., and F. S. Mishkin (1992), Central bank behavior and the strategy of monetary policy: observations from six industrialized countries, *NBER Macroeconomics Annual*, pp. 183–228.
- Bernanke, B. S., and F. S. Mishkin (1997), Inflation targeting: a new framework for monetary policy?, *Journal of Economic Perspectives*, 11 (2), pp. 97–116.
- Bernanke, B. S., T. Laubach, F. S. Mishkin and A. S. Posen (1999), *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton: Princeton University Press.
- Black, R., T. Macklem and D. Rose (1997), On policy rules for price stability, in: *Price Stability, Inflation Targets and Monetary Policy*, Proceedings of a Conference held by the Bank of Canada, May, Ottawa, Bank of Canada, pp. 411–461.
- Borio, C. E. V., and P. W. Lowe (2002), Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus, *BIS Working Papers*, 114, Basel: Bank for International Settlements.
- Brunner, K., and A. Meltzer (1964a), *Some General Features of the Federal Reserve Approach to Policy*, U.S. Congress, House Committee on Banking and Currency, Subcommittee on Domestic Finance, 88th Congress, 2nd session.
- Brunner, K., and A. Meltzer (1964b), *An Alternative Approach to the Monetary Mechanism*, U.S. Congress, House Committee on Banking and Currency, Subcommittee on Domestic Finance, 88th Congress, 2nd session.
- Brunner, K., and A. Meltzer (1964c), *The Federal Reserve's Attachment to Free Reserves*, U.S. Congress, House Committee on Banking and Currency, Subcommittee on Domestic Finance, 88th Congress, 2nd session.
- Calvo, G. (1978), On the time consistency of optimal policy in the monetary economy, *Econometrica*, 46 (6), pp. 1411–1428.
- Calvo, G., and F. S. Mishkin (2003), The mirage of exchange rate regimes for emerging market countries, *Journal of Economic Perspectives*, 17 (4), pp. 99–118.

- Castelnuovo, E., S. Nicoletti-Altimari and D. R. Palenzuela (2003), Definition of price stability, range and point targets: the anchoring of long-term inflation expectations, in: O. Issing (ed.), *Background Studies for the ECB's Evaluation of Its Monetary Policy Strategy*, Frankfurt am Main: European Central Bank, pp. 43–90.
- Cecchetti, S., H. Genberg, L. Lipsky and S. Wadhvani (2000), *Asset Prices and Central Bank Policy*, Geneva: International Center for Monetary and Banking Studies.
- Clarida, R., J. Gali and M. Gertler (1999), The science of monetary policy: evidence and some theory, *Journal of Economic Literature*, 37, pp. 1661–1707.
- Clarida, R., and M. Gertler (1997), How the Bundesbank conducts monetary policy, in: C. Romer and D. Romer (eds.), *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 363–406.
- Corbo, V., O. Landerretche and K. Schmidt-Hebbel (2002), Does inflation targeting make a difference?, in: N. Loayza and R. Soto (eds.), *Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges*, Santiago de Chile: Central Bank of Chile, pp. 221–269.
- Dittmar, R., and W. T. Gavin (2000), What do New-Keynesian Phillips curves imply for price-level targeting?, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 82 (2), pp. 21–30.
- Ditmar, R., W. T. Gavin and F. E. Kydland (1999), The inflation-output variability tradeoff and price-level targets, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, pp. 23–31.
- Eggertsson, G. B., and M. Woodford (2003), The zero bound on interest rates and optimal monetary policy, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 139–211.
- Estrella, A., and J. Fuhrer (1998), Dynamic inconsistencies: counterfactual implications of a class of rational expectations models, *Federal Reserve Bank of Boston Working Paper Series*, 98/05.
- Estrella, A., and F. S. Mishkin (1997), Is there a role for monetary aggregates in the conduct of monetary policy?, *Journal of Monetary Economics*, 40 (2), pp. 279–304.
- Fischer, S. (1993), The role of macroeconomic factors in growth, *Journal of Monetary Economics*, 32 (3), pp. 485–512.
- Fischer, S. (1994), Modern central banking, in: F. Capie, C. Goodhart, S. Fischer and N. Schnadt (eds.), *The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of the Bank of England*, Cambridge: Cambridge University Press, pp. 262–308.
- Friedman, B. M., and K. N. Kuttner (1993), Another look at the evidence on money-income causality, *Journal of Econometrics*, 57 (1–3), pp. 189–203.
- Friedman, M. (1968), The role of monetary policy, *American Economic Review*, 58 (1), pp. 1–17.
- Friedman, M., and A. J. Schwartz (1963a), *A Monetary History of the United States: 1867–1960*, Princeton: Princeton University Press.
- Friedman, M., and A. J. Schwartz (1963b), Money and business cycles, *Review of Economics and Statistics*, 45 (1/2, Supplement), pp. 32–64.
- Friedman, M., and D. Meiselman (1963), The relative stability of monetary velocity and the investment multiplier, in: Commission on Money and Credit (ed.), *Stabilization Policies*, Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, pp. 165–268.
- Fuhrer, J. C. (1997), The (un)importance of forward-looking behavior in price specifications, *Journal of Money, Credit and Banking*, 29 (3), pp. 338–350.
- Gertler, M. (2005), Comments on L. Ball and N. Sheridan: Does inflation targeting matter?, in: B. S. Bernanke and M. Woodford (eds.), *The Inflation Targeting Debate*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 276–281.

- Goodfriend, M., and R. G. King (1997), The new neoclassical synthesis and the role of monetary policy, *NBER Macroeconomics Annual*, (1997), pp. 231–283.
- Hagen, J. von (1995), Inflation and monetary targeting in Germany, in: L. Leiderman and L. E. O. Svensson (eds.), *Inflation Targets*, London: Centre for Economic Policy Research, pp. 107–121.
- Hagen, J. von (1999), Money growth targeting by the Bundesbank, *Journal of Monetary Economics*, 43 (3), pp. 681–701.
- Hu, Y. (2003), Empirical investigations of inflation targeting, *IIE Working Paper*, 03–06, July, Washington, DC: Institute for International Economics.
- Hyvonen, M. (2004), Inflation convergence across countries, *Reserve Bank of Australia Discussion Paper*, 2004–04.
- Issing, O. (1996), Is monetary targeting in Germany still adequate?, in: H. Siebert (ed.), *Monetary Policy in an Integrated World Economy: Symposium 1995*, Tübingen: Mohr, pp. 117–130.
- Johnson, D. R. (2002), The effect of inflation targeting on the behavior of expected inflation: evidence from an 11 country panel, *Journal of Monetary Economics*, 49 (8), pp. 1493–1519.
- Johnson, D. R. (2003), The effect of inflation targets on the level of expected inflation in five countries, *Review of Economics and Statistics*, 85 (4), pp. 1076–1081.
- Jonas, J., and F. S. Mishkin (2005), Inflation targeting in transition countries: experience and prospects, in: M. Woodford (ed.), *Inflation Targeting*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 353–413.
- King, M. (1999), Challenges for monetary policy: new and old, in: *New Challenges for Monetary Policy*, Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 11–57.
- Kydland, F., and E. Prescott (1977), Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans, *Journal of Political Economy*, 85 (3), pp. 473–492.
- Levin, A., F. M. Natalucci and J. M. Piger (2004), The macroeconomic effects of inflation targeting, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 86 (4), pp. 51–80.
- Lucas, R. E., Jr. (1972), Expectations and the neutrality of money, *Journal of Economic Theory*, 4 (2), pp. 103–124.
- Lucas, R. E., Jr. (1973), Some international evidence on output-inflation tradeoffs, *American Economic Review*, 63 (3), pp. 326–334.
- Lucas, R. E., Jr. (1976), Econometric policy evaluation: a critique, in: K. Brunner and A. Meltzer (eds.), *The Phillips curve and labor markets*, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1, pp. 19–46.
- Mayer, T. (1998), *Monetary Policy and the Great Inflation in the United States: The Federal Reserve and the Failure of Macroeconomic Policy: 1965–1979*, Cheltenham: Elgar.
- McCallum, B. T. (1995), Two fallacies concerning central-bank independence, *American Economic Review*, 85 (2), pp. 207–211.
- Mishkin, F. S. (1996), Understanding financial crises: a developing country perspective, in: M. Bruno and B. Pleskovic (eds.), *Annual World Bank Conference on Development Economics*, Washington, DC: World Bank, pp. 29–62.
- Mishkin, F. S. (1999), Lessons from the Asian crisis, *Journal of International Money and Finance*, 18 (4), pp. 709–723.
- Mishkin, F. S. (2000a), What should central banks do?, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 82 (6), pp. 1–13.

- Mishkin, F. S. (2000b), Inflation targeting in emerging market countries, *American Economic Review*, 90 (2), pp. 105–109.
- Mishkin, F. S. (2001), Issues in inflation targeting, in: *Price Stability and the Long-Run Target for Monetary Policy*, Ottawa: Bank of Canada, pp. 203–222.
- Mishkin, F. S. (2004), Can central bank transparency go too far?, in: C. Kent and S. Guttman (eds.), *The Future of Inflation Targeting*, Sydney: Reserve Bank of Australia, pp. 48–65.
- Mishkin, F. S. (2005), The Fed after Greenspan, *Eastern Economic Journal*, 31 (3), pp. 317–332.
- Mishkin, F. S., and A. Posen (1997), Inflation targeting: lessons from four countries, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 3 (3), pp. 9–110.
- Mishkin, F. S., and M. A. Savastano (2001), Monetary policy strategies for Latin America, *Journal of Development Economics*, 66 (2), pp. 415–444.
- Mishkin, F. S., and K. Schmidt-Hebbel (2002), One decade of inflation targeting in the world: what do we know and what do we need to know?, in: N. Loayza and R. Soto (eds.), *Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges*, Santiago de Chile: Central Bank of Chile, pp. 171–219.
- Mishkin, F. S., and K. Schmidt-Hebbel (2005), Does inflation targeting make a difference, in: F. S. Mishkin and K. Schmidt-Hebbel (eds.), *Monetary Policy Under Inflation Targeting*, Santiago de Chile: Central Bank of Chile (forthcoming).
- Mishkin, F. S., and N. Westelius (2006), Inflation band targeting and optimal inflation contracts, *NBER Working Paper Series*, 12384.
- Muth, J. F. (1960), Optimal properties of exponentially weighted forecasts, *Journal of the American Statistical Association*, 55 (290), pp. 299–306.
- Muth, J. F. (1961), Rational expectations and the theory of price movements, *Econometrica*, 29 (3), pp. 315–335.
- Neumann, M. J. M., and J. von Hagen (1993), Germany, in: M. Fratianni and D. Salvatore (eds.), *Monetary Policy in Developed Economies*, 3, Westport, CT: Greenwood, pp. 299–334.
- Neumann, M. J. M., and J. von Hagen (2002), Does inflation targeting matter?, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 84 (4), pp. 127–148.
- Phelps, E. (1967), Phillips curves, expectations of inflation and optimal unemployment over time, *Economica*, 34 (135), pp. 254–281.
- Phillips, A. W. (1958), The relationship between unemployment and the rate of change of money wages in the United Kingdom: 1861–1957, *Economica*, 25 (100), pp. 283–299.
- Rich, G. (1997), Monetary targets as a policy rule: lessons from the Swiss experience, *Journal of Monetary Economics*, 39 (1), pp. 113–141.
- Roger, S., and M. Stone (2005), On target? Inflation performance in inflation targeting countries, *IMF Working Papers*, 05/163, Washington, DC: International Monetary Fund.
- Romer, C., and D. Romer (2002), The evolution of economic understanding and postwar stabilization policy, in: *Rethinking Stabilization Policy*, Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 11–78.
- Sabban V. C., M. G. Rozada and A. Powell (2003), *A New Test for the Success of Inflation Targeting*, January, [Buenos Aires]: Universidad Torcuato Di Tella, mimeo.
- Samuelson, P., and R. M. Solow (1960), Problem of achieving and maintaining a stable price level: analytic aspects of anti-inflation policy, *American Economic Review*, 50 (2), pp. 177–194.
- Sargent, T. J., and N. Wallace (1975), Rational expectations, the optimal monetary instrument and the optimal money supply rule, *Journal of Political Economy*, 83 (2), pp. 241–254.

- Sims, C. (2005), Limits to inflation targeting, in: B. S. Bernanke and M. Woodford (eds.), *The Inflation Targeting Debate*, Chicago: University of Chicago Press, pp.283–308.
- Stock, J. H., and M. W. Watson (1989), Interpreting the evidence on money-income causality, *Journal of Econometrics* 40 (1), pp. 161–182.
- Svensson, L. E. O. (1997), Inflation forecast targeting: implementing and monitoring inflation targets, *European Economic Review*, 41 (6), pp. 1111–1146.
- Svensson, L. E. O. (1999), Price-level targeting versus inflation targeting: a free lunch, *Journal of Money, Credit and Banking*, 31 (3/1), pp.277–295.
- Svensson, L. E. O. (2002), Monetary policy and real stabilization, in: *Rethinking Stabilization Policy*, Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 261–312.
- Svensson, L. E. O., and M. Woodford (2003), Optimal policy with partial information in a forward-looking model: certainty-equivalence redux, *NBER Working Paper Series*, 9430.
- Truman, E. M. (2003), *Inflation Targeting in the World Economy*, Washington, DC: Institute for International Economics.
- Vestin, D. (2000), *Price Level Targeting Versus Inflation Targeting in a Forward-Looking Model*, May, Stockholm: Stockholm University, Institute for International Economic Studies, mimeo.
- Woodford, M. (1999), Optimal monetary policy inertia, *NBER Working Paper Series*, 7261.
- Woodford, M. (2003), *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton: Princeton University Press.

13 The optimal rate of inflation¹

MARVIN GOODFRIEND

13.1 Introduction

A century ago, much of the world was on a gold standard and the question of the optimal rate of inflation rarely came up. When the international gold standard was suspended during World War I, John M. Keynes argued in his *Tract on Monetary Reform* that an inconvertible paper money should be managed to sustain zero inflation.² The gold standard was restored and the optimal rate of inflation question remained moot for another forty years.

In the intervening years, countries found ways to loosen the link between money and gold. For instance, the Federal Reserve was established in 1913 with the power to create currency and bank reserves somewhat independently of the nation's monetary gold, while maintaining a fixed dollar price of gold. The Federal Reserve provided an elastic supply of money to smooth short-term interest rates against the kind of liquidity disturbances that destabilised the banking system in the nineteenth century. The idea was to loosen the link to gold in the short run, but to adhere to gold in the long run. The long run never came, however. Discretionary departures from the gold standard were allowed to cumulate. By the early 1960s, the gold standard became a gold-price stabilisation programme whereby the Federal Reserve stabilised the price of 35 US dollars per ounce of gold with purchases and sales from its gold reserves. Gold operations were sterilised so as to have little effect on the money supply and monetary policy.³ In the early 1970s, the United States freed the dollar price of gold completely and the Bretton Woods fixed exchange rate system collapsed.

Two decades earlier, monetary economists began to consider the determination and implementation of the optimal stock of inconvertible paper money. Economists at the University of Chicago led by Milton Friedman addressed the question with the methodology of welfare economics. In 1957, George Tolley showed that the socially efficient real money stock would be

1 Conversations with Gauti Eggertsson, Ulrich Kohli, Bennett McCallum, Allan Meltzer and Alexander Wolman are much appreciated. As always, the views expressed are the author's alone.

2 Keynes (1923).

3 Friedman (1961); Goodfriend (1988).

produced by a competitive market rate of interest paid on money.⁴ In 1969, Friedman observed that in lieu of the payment of interest on money, optimality could be achieved by a steady deflation that brought the nominal interest rate down to zero.⁵ Friedman argued that a steady rate of deflation would make the greatest long-run monetary contribution to welfare by inducing the public to hold what he called the ‘optimum quantity of money’.

The famous Chicago Rule recommending deflation to achieve the optimum quantity of money seemed irrelevant during the 1960s and 1970s, when inflation was high and rising. However, in 1956, Martin Bailey had shown how to quantify the welfare cost of any rate of inflation by employing welfare economics in conjunction with the theory and empirical estimates of money demand.⁶ Bailey and his followers showed that the public’s economisation on the use of money due to inflation reflected a quantitatively significant social cost. When the natural rate hypothesis gained wide acceptance in the 1970s and it became clear that inflation had no social benefit, the welfare cost of inflation measured by Bailey and his followers became decisive in the case for a low rate of inflation.

In addition to the above-mentioned considerations, four developments are relevant when thinking about the optimal rate of inflation today:

1. The fall in nominal interest rates brought about by the near elimination of inflation and inflation expectations raises concerns that the proximity of average nominal interest rates to the zero lower bound could inefficiently constrain countercyclical stabilisation policy.⁷
2. Modern ‘new neoclassical synthesis’ (‘new Keynesian’) models of monetary policy identify staggered price setting by monopolistically competitive firms as another consideration, one that calls for zero inflation.⁸ Zero inflation is optimal from this perspective because it minimises relative price distortions associated with staggered price adjustment.
3. The deregulation of interest rates and advances in computing, information and communication technology make it possible to pay interest on money. Debit cards provide immediate remote access to bank deposits that pay interest. Stored value cards provide an electronic substitute for currency that can be made to pay interest.

4 Tolley (1957).

5 Friedman (1969).

6 Bailey (1956).

7 Summers (1991).

8 Goodfriend and King (1997); Woodford (2003).

4. The willingness of central banks to acknowledge the pursuit of interest rate policy makes possible the adoption of operating procedures to pay full market interest on bank reserves that could be passed through to currency card accounts at commercial banks.⁹

This paper is organised as follows: section 13.2 surveys implications of the optimum quantity of money literature for the optimal trend rate of inflation in the context of a flexible-price macromodel. Section 13.3 explores the optimal rate of inflation in new neoclassical synthesis (new Keynesian) models with costly staggered price setting. Section 13.4 addresses the consequences of the zero bound on nominal interest rates for the optimal rate of inflation. Section 13.5 explains how bank reserves and currency card accounts could be made to pay a full market rate of interest, so that the optimum quantity of money could be achieved at any rate of inflation. Section 13.6 concludes with an overall recommendation for the optimal rate of inflation and suggestions for future work.

13.2 The optimum quantity of money

To achieve the optimum quantity of money, the private opportunity cost of holding money must be made to equal the social cost of maintaining the outstanding money stock. The application of this optimality condition usually proceeds on the assumption that money pays no interest, so that the private opportunity cost of holding money is the nominal interest rate on short-term securities. Moreover, the social cost of maintaining the outstanding money stock is presumed small enough to be ignored. Under these assumptions, the nominal interest rate must be brought down to zero to induce the public to hold the optimum quantity of real money balances. To implement a zero nominal interest rate, the government must withdraw money from the economy in order to deflate the price level at a rate equal to the ex ante real rate of interest.¹⁰ Thus the Chicago Rule to achieve the optimum quantity of money becomes a prescription for deflation.

9 Goodfriend (2002). It was not until 1994 that the Federal Reserve began to announce its intended federal funds rate immediately after each monetary policy meeting. Cf. Meltzer (2003); Goodfriend (2003).

10 The nominal interest rate is the sum of an ex ante real interest rate component plus an expected inflation component. To produce a zero nominal interest rate, it is necessary to create negative inflation expectations (expected deflation) equal in magnitude to the ex ante real interest rate.

13.2.1 *Modern restatement*

A large literature explores the robustness of the Chicago Rule. Bennett McCallum provides a modern restatement in an explicit, general equilibrium model in which private agents are depicted as solving dynamic optimisation problems.¹¹ He studies steady-state equilibria that emerge as special cases of more general dynamic equilibria. This methodology is important to “lessen the danger that agents’ optimization problems are posed in a restrictive manner”.¹²

As is common in the literature, McCallum’s analysis presumes a world populated by a large number of infinitely-lived representative households, so that distributional matters are neglected. The analysis also neglects the effect of uncertainty. The framework is a discrete-time, perfect-foresight version of the well-known model of Miguel Sidrauski with some modifications.¹³ For instance, there is no depreciation or population growth. Each household has access to a standard production function in two inputs, capital and labour, and McCallum allows the household to supply labour elastically.

In Sidrauski’s model, real money balances appear in the utility function. McCallum points out that this simplification can be interpreted as reflecting the presence of a ‘transactions technology’ in which real money balances facilitate a household’s transactions. One can assume that households derive utility only from consumption and leisure, but that the acquisition of consumption goods requires ‘shopping time’ which reduces the time available for leisure or employment. In a monetary economy, the amount of shopping time required for a given amount of consumption depends negatively (up to a satiation point) on the quantity of real money balances held by the household. Shopping time can be functionally related to consumption and real balances by a ‘transactions constraint’. Substitution into the utility function yields an indirect utility function in which shopping time and real money balances appear.

With regard to the government, McCallum assumes lump-sum taxes and transfers to finance a given share of real government spending relative to output and a given rate of money growth. Importantly, as is the convention in this literature, the entire money stock is government currency, which pays zero interest. Finally, McCallum assumes that goods prices are perfectly and costlessly flexible.

11 McCallum (1990). Cf. also Woodford (1990).

12 McCallum (1990), p. 967.

13 Sidrauski (1967).

With no technical progress or population growth, every real variable is constant in the steady state. McCallum thus investigates the properties of equilibria in which taxes net of transfers, government spending, capital stock, consumption, work effort and real money balances are constant.

To investigate the optimal steady-state rate of inflation, McCallum considers the ‘social planning’ problem of choosing time paths of variables to maximise the utility of the representative household. Specifically, the social planner must choose values of consumption, work effort, capital and real balances that maximise utility, subject to the economy’s overall resource constraint (equality of sources and uses of produced goods), and a set of ‘implementation conditions’, reflecting the first-order conditions for optimal private household choices where households take taxes net of transfers and the inflation rate as given. There are also initial conditions on the capital stock and the stock of real money balances. The set-up assigns no productive role to government spending, which is accordingly zero at the social optimum.

The key question is this: Do socially optimal values for consumption, capital, work effort and real money balances coincide with the values determined by the competitive equilibrium? McCallum finds that the answer is yes, if and only if currency is withdrawn at a rate to produce a steady deflation equal to the real rate of interest.¹⁴ McCallum thus restates in modern terms the case for the Chicago Rule developed by Friedman. The rationale for this finding is that households should be given an incentive to satiate themselves with real money balances if money is costless to produce, yet yields positive transaction services. Deflating at the real rate of interest provides this incentive by equating the real return on currency to the real rate of return available in the capital market, or equivalently, by making the nominal interest rate equal to zero.

The modern explicit, general equilibrium restatement of the social planner problem paved the way for more detailed analysis of the conditions underlying the Chicago prescription for optimal deflation. One question is whether the social optimum exists at finite real balances. Private decision-makers hold real money balances up to the point where the net diminishing marginal services yield equals the opportunity cost of holding currency. The

14 The real rate of interest in McCallum’s model is the rate of time preference. The real rate of interest would be higher than that along a balanced growth path with positive technical progress, and the required rate of deflation would be greater as well. The economy supports balanced growth if either technical progress is labour-augmenting or the production function is Cobb-Douglas.

shopping time perspective suggests that the social optimum exists at finite real balances, since there is surely a resource cost of holding money at the margin, however small. The marginal resource cost makes the net marginal money services function become negative at some point.¹⁵

Another issue that has received attention is whether the Chicago Rule holds under the usual conditions in overlapping generations models. McCallum reviews this question and concludes that it does, as long as the transactions facilitating services of money are treated in overlapping generation models as they are treated in the Sidrauski infinitely-lived agent model.¹⁶

13.2.2 *Distortionary taxation*

In the presence of distortionary taxation, Edmund Phelps emphasised that the optimal rate of inflation must be determined by the condition that all sources of tax revenue have the same deadweight cost at the margin.¹⁷ Phelps's logic suggests that the Chicago Rule cannot be socially optimal, because the withdrawal of currency to implement a deflation must be financed by distortionary taxes. The argument is as follows. The marginal monetary deadweight benefit of deflation is driven to zero at the Chicago Rule. Hence it would appear that the sum of marginal monetary and fiscal deadweight costs could be reduced by some departure from the Chicago Rule. A smaller deflation would reduce the burden on the tax system of withdrawing cash, and it would generate additional revenue by taxing money with a positive nominal interest rate.¹⁸ However, the argument is incomplete. A tax on money deters both the use of money and the purchases of goods that money buys. Thus, direct taxation of goods purchases is less distortionary than taxing money, and it is not necessarily socially efficient to substitute much, if any, of a tax on money for a direct tax on sales.

In any case, Phelps's argument cannot rationalise much of a departure from the Chicago prescription for deflation. Using methods for determining optimal tax rates pioneered by Frank Ramsey and extended to a general equilibrium context by Robert Lucas and Nancy Stockey, Varadarajan Chari and Patrick Kehoe find that the Chicago Rule holds approximately in the presence

15 McCallum (2000), pp. 874–875.

16 McCallum (1990).

17 Phelps (1973).

18 The central bank 'collects' the tax on money by purchasing securities with base money (bank reserves and currency) that it provides to the economy. The tax rate on money is the nominal interest rate, and the tax take is the nominal interest income earned on the portfolio of securities so acquired. The central bank usually transfers net interest income in excess of operating expenses to the government.

of distortionary taxation.¹⁹ In a model with elastic labour supply, a positive amount of government consumption, and the need for a flat rate labour income tax, Lucas finds that some, but not much, departure from the Chicago Rule is optimal.²⁰ As Lucas puts it, “the optimality of the [Chicago] Rule can be studied in a very wide variety of second-best frameworks, with a wide variety of different qualitative conclusions [...] the [Chicago] Rule needs qualification, but the magnitude of the needed amendment is trivially small. The fact is that real balances are a very minor ‘good’ in the US economy, so the fiscal consequences of even sizeable changes in the rate at which this good is taxed, the inflation rate, are just not likely to be large.”²¹

13.2.3 Empirical controversies

An important empirical issue is the welfare cost of pursuing zero inflation, rather than deflation, as recommended by the Chicago Rule. Lucas argues that estimates using conventional semi-log money demand functions significantly understate the welfare cost of doing so. He shows that a log-log money demand function fits US time series at low interest rates better than a conventional semi-log demand function.²² He also shows that the log-log demand function can be derived from a specialisation of the shopping time technology proposed by Bennett McCallum and Marvin Goodfriend.²³ Lucas then shows that the welfare cost rises with the square root of the nominal interest rate in the log-log case, rather than with the square of the nominal interest rate in the semi-log case, indicating that the welfare cost of small departures from the Chicago Rule is considerably greater than commonly believed.

Alexander Wolman reports estimates of money demand that nest the log-log function preferred by Lucas in a model with a satiation level of money balances.²⁴ As discussed above, satiation undoubtedly occurs at some point, because there is certainly a small marginal cost of holding money. The question is whether satiation occurs at low enough real balances to overturn Lucas’s findings. Wolman reports estimates of a satiation level for real balances small enough that the welfare gain attained by reducing inflation from zero to the Chicago Rule is small.

19 Ramsey (1927); Lucas and Stokey (1983); Chari and Kehoe (1999).

20 Lucas (2000).

21 Lucas (2000), p. 262.

22 Lucas (2000).

23 McCallum and Goodfriend (1987).

24 Wolman (1997).

From an entirely different perspective, Casey Mulligan and Xavier Sala-i-Martin argue that the relevant monetary decision for most households is not the fraction of assets to hold in interest-bearing form, but whether to hold any such assets at all, what they call the ‘decision to adopt’ the financial technology.²⁵ According to their model, as the nominal interest rate goes to zero, fewer and fewer households wish to economise on cash because of the fixed cost of dealing in securities. In their model, the elasticity of money demand is very small at low interest rates, so there is little welfare gain in taking the nominal interest rate from 1 or 2 percent to zero. They argue that ignoring the extensive margin may lead to an empirically important overestimation of the cost of pursuing zero inflation, rather than deflation as prescribed by the Chicago Rule.

13.3 The new neoclassical synthesis

The modern new neoclassical synthesis, or new Keynesian, model of monetary policy introduces a new determining factor for the optimal rate of inflation in addition to the welfare cost of departures from the optimum quantity of money – costly staggered price adjustment by monopolistically competitive firms.²⁶ With regard to this new factor, the optimal inflation rate is the one that best neutralises distortions due to staggered price setting, where the distortions are measured against outcomes that would occur if firms adjusted their prices continuously to maintain an equality between their actual mark-up and the flexible-price, profit-maximising mark-up.²⁷

The discussion below motivates the formal model of stochastic, staggered price adjustment widely used in new synthesis models. It then proceeds to explore the implications of staggered price setting for the optimal rate of inflation, assuming initially that firms keep their nominal prices fixed between discretionary adjustments, and later, that firms index their prices to the inflation rate between discretionary adjustments.

25 Mulligan and Sala-i-Martin (2000).

26 Cf., for example, Goodfriend and King (1997); Woodford (2003). The benchmark new synthesis model presumes that the labour market behaves as if wages are perfectly flexible. Goodfriend and King (2001), pp. 88–91, provide a theoretical rationale for this presumption. Empirical support is found in Cecchetti and Groshen (2001), who discuss implications of wage rigidity as well as price rigidity for the optimal rate of inflation. They report that there is little evidence of macroeconomic consequences of downward wage rigidity in the United States in normal conditions, in part because productivity growth has been relatively strong. Cf. also Groshen and Schweitzer (1999).

27 Firms are assumed to face constant elastic product demand so that the flexible-price, profit-maximising mark-up is constant and invariant to shifts in demand or in the cost of production.

13.3.1 Models of staggered price setting

A monopolistically competitive firm that produces a differentiated product incurs decision costs to determine the relative price that maximises its profits. Information must be processed in an integrated way by management. Pressing problems compete for scarce management time. Customer relations, production problems, accounting problems, legal problems, personnel problems all require management oversight. Management must prioritise its concerns. A particular concern gets management's attention on a stochastic basis depending on its perceived urgency relative to other concerns.²⁸

The stochastic element involved in actual price setting is captured formally in two types of price setting models. The most widely used model due to Guillermo Calvo assumes that a firm gets exogenous stochastic opportunities to change its price.²⁹ Calvo's 'time-dependent' model of price adjustment has much in common with the 'state-dependent' model,³⁰ in which rational management chooses when to undertake pricing decisions. In both cases, discretionary price adjustments are relatively infrequent, undertaken on a stochastic basis and staggered stochastically across firms.

Michael Dotsey, Robert King and Alexander Wolman show that, at low rates of inflation, their state-dependent pricing model is well-approximated by Calvo's time-dependent pricing model.³¹ Moreover, Peter Klenow and Oleksiy Kryvtsov report that a time-dependent model of price adjustment can account empirically for the behaviour of inflation in the US since 1988.³² Pricing can thus be thought of as either time or state-dependent for the purpose of judging the implications of staggered price setting for the optimal rate of inflation.

Either way, new synthesis models put the mark-up at the core of the pricing decision.³³ A firm will make a discretionary change in its product price only when demand or cost conditions are expected to move its actual mark-up significantly and persistently away from its profit-maximising mark-up. For instance, if higher nominal wages or lower productivity were expected to compress the mark-up significantly and persistently, then a firm would raise its product price to restore the profit-maximising mark-up. Otherwise, a firm would not change its price.

28 Sims (2003).

29 Calvo (1983).

30 Cf., for example, Dotsey, King and Wolman (1999).

31 Dotsey, King and Wolman (1999). For alternative models of state-dependent pricing, cf. also Gertler and Leahy (2006); Golosov and Lucas (2003).

32 Klenow and Kryvtsov (2005).

33 Goodfriend (2004).

Two principles summarise the discretionary price adjustment process. First, a firm tries over time to keep its actual mark-up as close to its flexible-price, profit-maximising mark-up as it can, subject to the decision costs of discretionary nominal price adjustments. Second, a firm must choose a degree of indexation – an automatic rule for changing its nominal price between discretionary adjustments. For instance, a firm can choose to maintain a fixed nominal price between discretionary adjustments, or it can choose to fully or partially move its nominal price with an index of inflation between discretionary adjustments.

13.3.2 Optimal trend inflation without indexation

Consider a steady state in which firms choose not to index, that is, firms choose to maintain a fixed nominal price between discretionary adjustments. Zero trend inflation is optimal in this case because it avoids relative-price and mark-up distortions that firms between discretionary adjustments would otherwise incur. In the presence of ongoing inflation, the relative product price of non-indexed, non-adjusting firms falls between discretionary adjustments, and their mark-ups get compressed due to the inflationary rise in wages. Relative price and mark-up distortions are welfare-reducing because they induce inefficient production and sales of the differentiated goods relative to the flexible-price optimum. Zero inflation neutralises as much as possible the distortions associated with staggered price setting and makes the new synthesis model behave as much as possible like a flexible-price economy. Note that departures from zero inflation in either direction are welfare-reducing because they engender relative price and mark-up distortions.³⁴

An important related argument for zero trend inflation involves the non-indexation of the tax system. The biggest problem in this regard results because taxes are assessed on nominal interest earnings and nominal capital gains, that is, on investment returns in money units. Since nominal returns are taxed as income, inflation reduces the after-tax return to saving and investment and thereby tends to inhibit capital accumulation and economic growth.³⁵

Another important argument for zero trend inflation is the increased unpredictability of relative prices due to stochastic, staggered price setting when

34 Cf. Goodfriend and King (1997), pp. 264–265; Khan, King and Wolman (2003), p. 842; Woodford (2003), pp. 396–407.

35 Feldstein (1998).

there is inflation or deflation. Such noise reduces the informational efficiency of the price system and causes households to devote shopping time to keeping their knowledge of relative prices current.

13.3.3 Optimal cyclical inflation without indexation

Zero inflation is also optimal in response to cyclical shocks. The reason is this: A monetary policy that stabilises inflation over the business cycle does so implicitly by stabilising actual mark-ups at flexible-price, profit-maximising mark-ups; otherwise firms would not choose to keep their prices constant. Hence, maintaining zero inflation over the business cycle makes the economy perform as if prices were perfectly flexible, eliminating relative price distortions that would otherwise occur due to staggered price setting.³⁶

Recent work by Tac Yun in the benchmark new synthesis model with Calvo staggered price adjustment supports this point.³⁷ Yun confirms that zero trend and cyclical inflation are optimal with one qualification. In the presence of initial price distortions, Yun shows that optimal monetary policy requires deflation during a transition to price stability in order to reduce relative price distortions at a faster rate than under zero inflation.

13.3.4 Optimal inflation with a flexible-price sector

The discussion above proceeded as if all goods were produced by monopolistically competitive firms whose prices are sticky. In fact, important products such as oil and food are produced and traded in highly competitive markets where shocks impact inflation directly. In practice, therefore, a central bank must choose whether to stabilise an overall inflation index that includes sticky and flexible prices, or a core inflation index that only includes sticky prices of monopolistically competitive firms. In order to stabilise overall inflation against a shock in the flexible-price sector, monetary policy would have to depress aggregate demand enough in the sticky-price sector to weaken labour markets, depress wages and raise mark-ups to get monopolistically competitive firms to cut their prices. That would be inefficient. Instead, the goal should be to make the economy operate most like a flexible-price economy, and this can be achieved by stabilising core inflation. Stabilising core

36 Goodfriend and King (2001) explore the relationship between tax smoothing and mark-up smoothing using formal principles of public finance in a simple monetary model and derive conditions under which mark-up constancy is optimal monetary policy. The paper finds specifications of the model that call for optimal departures from mark-up constancy and price stability, but argues that these are likely to be minor quantitatively.

37 Yun (2005).

inflation allows flexible prices to adjust relative to sticky prices and prevents relative price and mark-up distortions that would otherwise occur in the sticky-price sector.³⁸

The above logic reproduces the optimality of zero inflation for both trend and cycle, except that in an economy with both a flexible and a sticky-price sector, zero core inflation is optimal. Flexible prices should be allowed to adjust freely relative to stabilised core prices, so that distortions due to staggered price setting are minimised and the economy performs as much like a flexible-price economy as possible.

13.3.5 Optimal trend deflation with relative price, monetary and mark-up distortions

Aubhik Khan, Robert King and Alexander Wolman study the optimal rate of inflation in a quantitative new synthesis model with non-indexed costly staggered price setting by monopolistically competitive firms and costly transactions facilitated by non-interest-bearing money.³⁹ In their model, the first factor alone calls for zero inflation to minimise relative price distortions due to staggered price setting, while the second factor calls for the deflationary Chicago Rule. They employ calibrated estimates of their model parameters to determine the rate of deflation that equates the marginal social cost of the relative price and monetary distortions. They report that the distortions associated with money are relatively small at zero inflation, so that an optimal trend rate of deflation of 0.76 percentage points, given their estimated real interest rate of 2.93 percent, yields a nominal interest rate of about 2.17 percent.

Goodfriend showed that the welfare cost of a departure from the deflationary Chicago Rule is increasing in the size of the mark-up.⁴⁰ The reason is that a mark-up moves the real wage below the marginal product of labour, and thereby moves the private opportunity cost of transactions time below the social opportunity cost, which causes an additional socially inefficient substitution of time for money in transactions. Ricardo Lagos and Randall Wright present a quantitative search theoretic model of monetary exchange in which a mark-up distortion elevates the welfare cost of inflation significantly.⁴¹

38 Goodfriend and King (1997), p.276; Aoki (2001).

39 Khan, King and Wolman (2003).

40 Goodfriend (1997).

41 Craig and Rocheteau (2005) provide an accessible discussion of Lagos and Wright (2005).

13.3.6 Optimal inflation with indexation

It is common in staggered pricing models to assume without theoretical justification that prices remain fixed in nominal terms between discretionary adjustments. In part, this assumption is made because firms generally appear to hold their nominal prices fixed between discretionary adjustments, especially at trend rates of inflation near zero. Nevertheless, it is worth pointing out that the degree of indexation has important consequences for the optimal rate of inflation.

Full indexation to the inflation rate of a firm's nominal price would neutralise the effect of inflation on its relative price between discretionary adjustments. Furthermore, indexation would offset the mark-up compression that otherwise occurs between discretionary adjustments due to inflationary wage increases. Full indexation thus makes the new synthesis model behave like an economy in which prices are perfectly flexible, regardless of the actual rate of inflation.⁴²

What degree of indexation is it reasonable to assume when assessing the consequences of staggered pricing for the optimal rate of inflation? When considering the optimal trend rate of inflation in the conventional perfect-foresight, steady-state setting, it would seem unreasonable to attribute anything other than perfect foresight to price setters. In that sense, one might argue that staggered pricing contributes nothing to the conventional analysis of optimal trend inflation. However, the fact that firms do not index their prices to low trend inflation in practice suggests that one should take distortions due to non-indexed staggered pricing into account when assessing the welfare cost of small departures from zero inflation.⁴³

13.4 The zero bound on nominal interest rates

Irving Fisher pointed out that if a commodity could be stored costlessly over time, then the rate of interest in units of that commodity could never fall below zero.⁴⁴ The zero bound on nominal interest rates is a special case of Fisher's reasoning: no one will loan money at negative nominal interest if currency is costless to carry over time.⁴⁵ The power of a central bank to lower short-term nominal interest to fight recession or deflation is therefore limited

42 Yun (1996). Cf. discussion in Woodford (2003), p. 213.

43 Woodford (2003) discusses indexation, pp. 213–218. Christiano, Eichenbaum and Evans (2005); Smets and Wouters (2003); and Giannoni and Woodford (2005) assume partial or full indexation to lagged inflation in order to improve the fit of their models.

44 Fisher (1930), pp. 186–194.

45 Oddly enough, Fisher did not apply his reasoning to monetary policy.

when nominal interest rates are already low on average, as they are when the market expects little or no inflation.

The zero bound on nominal interest rates prevents the expected real interest rate from falling below the negative of the expected inflation rate. If expected inflation is zero, then the expected real rate cannot fall below zero. More generally, the expected real interest rate is bounded above zero by the expected rate of deflation. The problem is that negative expected short-term real interest rates may be needed on occasion to offset adverse shocks to aggregate demand, especially those resulting from extreme asset price movements and financial market distress.⁴⁶ Moreover, intensified disinflationary, or deflationary, expectations in severe downturns may complicate the stabilisation problem by raising the lower bound on expected short-term real interest rates, even as circumstances call for a lower, or negative, real interest rate.

Wolman shows that monetary policy can overcome these problems in a new synthesis model with John Taylor's staggered price setting.⁴⁷ The reason being that Taylor's staggered pricing exhibits no 'structural inflation inertia', which means that there is no inherent reason why firms that have raised their prices in the recent past must continue to do so. Whether or not inflation persists in the new synthesis model with such pricing depends entirely on monetary policy. Hence, Wolman is able to show that a monetary policy rule can manage inflation and inflation expectations flexibly to produce whatever fluctuations in the expected short-term real interest rate are needed to stabilise employment, even when the nominal interest rate is zero.

However, overcoming the zero bound in this fashion would not be costless. Firstly, induced fluctuations in inflation and expected inflation to manage expected real interest rates would cause welfare-reducing relative price distortions. Secondly, the public would be satiated with money at the zero bound, so that conventional open market operations in short-term securities would not be effective. Monetary policy could be implemented effectively with unconventional open market operations in assets such as long-term bonds or foreign exchange.⁴⁸ Nevertheless, surmounting the zero bound would be costly in terms of analytical, operational, governance and communication problems that a central bank would have to overcome in order to pursue unconventional open market operations effectively. There would be

46 Cf. Bordo and Filardo (2005).

47 Wolman (1998).

48 Cf., for example, Goodfriend (2000); McCallum (2000); Svensson (2003).

great potential for policy mistakes; and a central bank would find it difficult to acquire credibility for its policy rule sufficient to manage inflation and inflation expectations flexibly as needed.

A slightly higher trend rate of inflation and a correspondingly higher average nominal interest rate would allow the same range of real interest rate variation with a lower frequency of encounters with the zero bound, and less variability of inflation around trend. There would be fewer occasions upon which to rely on unconventional monetary policy. Higher trend inflation would reduce occasions of much higher relative price distortion in exchange for slightly higher permanent relative price distortion. On balance, it seems that a slightly positive trend rate of inflation would raise welfare when one takes into account the zero bound on nominal interest rates.

The magnitude of the optimal positive rate of inflation would depend on the frequency and range of negative real interest rates needed to stabilise the economy, on the extent to which firms choose to index their prices between discretionary adjustments, and on the possibility that firms might be more likely to index to the higher inflation trend than to fluctuations around zero inflation. Taking related considerations into account in a quantitative theoretical model estimated on US macroeconomic data, David Reifschneider and John Williams suggest that a trend rate of inflation between 1 and 2 percent would be optimal.⁴⁹ Some economists argue that unconventional open market operations could stimulate aggregate demand adequately at the zero bound, while maintaining zero inflation and zero expected inflation.⁵⁰ If that were the case, then the zero bound on nominal interest rates would call for little, if any, positive trend inflation.

13.5 Full market interest on bank reserves and currency card accounts

Recent advances in payment technology and in the practice of monetary policy make possible the payment of a full market rate of interest on bank reserves that could be passed through to currency card accounts at commercial banks.⁵¹ Full market interest on reserves and currency card accounts, in turn, would induce the public to hold the optimum quantity of money at any inflation rate. The optimal rate of inflation could then be chosen on the basis of the relative strength of welfare considerations involving staggered price adjustment that call for zero inflation, and welfare considerations involving

49 Reifschneider and Williams (2000).

50 Cf., for example, Goodfriend (2000) and references contained therein.

51 Lacker (1996).

the zero bound on nominal interest rates that call for a slightly positive rate of inflation. This section outlines the steps that could implement the optimum quantity of money by paying a full market rate of interest on money.

13.5.1 The provision of currency card accounts

A currency card could be issued on a corresponding numbered currency card account. The card would be a bearer instrument in the sense that it could be used to buy goods like a gift card is used today. The currency card could be set up to debit whatever funds are in the corresponding account. Point-of-sale technology is already widely available and equipped to read electronic cards and make direct transfers.

Currency card accounts could offer most of the payment services that paper currency provides: portability, divisibility, anonymity, generalised purchasing power, a store of value, etc., but because currency cards could access funds on deposit at a financial institution, funds accessible by the card could pay interest on a daily basis. To assure that currency cards are as secure as currency, currency accounts should be restricted to hold 100 percent reserves at the central bank. Interest paid on reserves could then be passed through to interest on currency accounts. A fee could be charged to service the currency accounts. Importantly, the central bank could continue to meet the demand for paper currency exactly as it does today.

Currency card accounts that pay full market interest would be an attractive alternative to paper currency for much of the public and especially beneficial for low-income households that currently utilise non-interest-bearing paper currency extensively.⁵² It is reasonable to suppose that commercial banks in the US, for instance, would offer currency card accounts on attractive terms if Congress granted the Federal Reserve the authority to pay market interest on bank reserves, allowed banks to offer currency card accounts fully backed by reserves, and allowed banks to pass interest on reserves through to currency card accounts.

13.5.2 Payment of full market interest on reserves

With a relatively small modification in operating procedures, a central bank could pay a market rate of interest on reserves and enable full market interest to be paid on the currency accounts.⁵³ The modification involves util-

52 Debit card accounts are of limited popularity today because they generally pay a small fraction of the market rate of interest and because they do not allow holders to accumulate 'float' as credit cards do.

53 What follows draws on Goodfriend (2002).

ising and varying the payment of interest on reserves as the instrument of monetary policy.⁵⁴ To implement an interest-on-reserves regime the central bank would purchase enough securities to satiate the market for bank reserves and then pay interest on reserves at the currently desired interbank interest rate target.

In such a policy regime, a commercial bank would not lend reserves in the interbank market at interest below the rate it could obtain on reserve balances at the central bank. Moreover, as long as the central bank satiates the reserves market, banks would not lend reserves at rates above interest on reserves either.

The interest-on-reserves regime would enable a central bank to exercise control of the interbank interest rate exactly as it does today. The main difference is that a monetary policy committee would manage interest rate policy by varying the rate of interest paid on reserves rather than by varying its purchases of securities in the open market. Open market purchases would merely assure satiation.

An interest-on-reserves regime would achieve three important objectives:

1. It would eliminate the opportunity cost of reserves and any incentive for banks to economise inefficiently on reserves,
2. It would enable commercial banks to offer currency card accounts paying a full market rate of interest derived from 100 percent reserve backing so that the public would not economise inefficiently on the use of money.
3. Having achieved the optimum quantity of money, it would free monetary policy to vary market interest rates to sustain whatever rate of inflation is deemed optimal based on welfare considerations involving staggered price setting and the zero bound on nominal interest rates.

A few points are worth making with regard to the fiscal consequences of the interest-on-reserves regime with currency card accounts. Interest on reserves is a transfer from the public sector to the private sector that involves a social cost only to the extent that interest payments on reserves must be financed by distortionary taxation. Reasoning developed in section 13.2 suggests that distortionary taxation considerations do not call for much, if any, of a departure from policies to implement the optimum quantity of money, whether or not the optimum is achieved by deflation or by the payment of full market interest on reserves and currency card accounts. In any case, interest

54 A number of central banks already pay and vary interest on reserves as part of a 'channel' within which they manage their interbank interest rate policy instrument. The rate paid on reserves, called the deposit rate, is the lower bound of the channel. The central bank lending rate is the upper bound. Woodford (2001).

on reserves is likely to be self-financing, because there is a positive spread between the rate of interest on reserves and the rate of interest on securities that a central bank could acquire by increasing the stock of reserves. Finally, the government could continue to earn seignorage from the central bank's provision of non-interest-bearing paper currency, as it does today.

13.6 Conclusion

Central banks should modify interest rate policy procedures to pay a full market rate of interest on bank reserves and enable commercial banks to offer a full market rate of interest on currency card accounts. Doing so would induce banks and the public to hold the optimum quantity of money at any rate of inflation. Then, the optimal rate of inflation would be determined by weighting the welfare cost of relative price distortions due to staggered price setting against the costs of operating monetary policy near the zero bound on nominal interest rates. In that case, a positive rate of inflation below 2 percent, or so, would be optimal. Progress in determining the optimal rate of inflation within that range requires a better understanding of the channels by which monetary policy can manage aggregate demand at the zero bound, and a better understanding of indexation by price-setting firms.

References

- Aoki, K. (2001), Optimal monetary policy responses to relative-price changes, *Journal of Monetary Economics*, 48 (1), pp. 55–79.
- Bailey, M. J. (1956), The welfare cost of inflationary finance, *Journal of Political Economy*, 64 (2), pp. 93–110.
- Bordo, M., and A. Filardo (2005), Deflation in a historical perspective, *BIS Working Papers*, 186, Basel: Bank for International Settlements.
- Calvo, G. A. (1983), Staggered prices in a utility-maximizing framework, *Journal of Monetary Economics*, 12 (3), pp. 383–398.
- Cecchetti, S. G., and E. L. Goshen (2001), Understanding inflation: implications for monetary policy, in: J. Dreze (ed.), *Advances in Macroeconomic Theory*, Vol. 1 of the Proceedings of the International Economic Association Congress, London [etc.]: Palgrave Press, pp. 113–135.
- Chari, V. V., and P. J. Kehoe (1999), Optimal fiscal and monetary policy, in: J. B. Taylor and M. Woodford (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, 1C, Amsterdam: North Holland, pp. 1671–1745.
- Craig, B., and G. Rocheteau (2005), Rethinking the welfare cost of inflation, *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Commentary*, March.
- Christiano, L. J., M. Eichenbaum and C. L. Evans (2005), Nominal rigidities and the dynamic effects of a shock to monetary policy, *Journal of Political Economy*, 113 (1), pp. 1–45.
- Dotsey, M., R. G. King and A. L. Wolman (1999), State dependent pricing and the general equilibrium dynamics of money and output, *Quarterly Journal of Economics*, 114 (2), pp. 655–690.
- Feldstein, M. (1998), The costs and benefits of going from low inflation to price stability, in: C. Romer and D. Romer (eds.), *Monetary Policy and Inflation*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 123–156.
- Fisher, I. (1930), *The Theory of Interest*, Fairfield, NY: Kelley (reprint of 1930 edition).
- Friedman, M. (1961), Real and pseudo gold standards, *Journal of Law and Economics*, 4, October, pp. 66–79.
- Friedman, M. (1969), *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Chicago: Aldine.
- Gertler, M., and J. Leahy (2006), A Phillips curve with an SS foundation, *NBER Working Paper Series*, 11971.
- Giannoni, M. P., and M. Woodford (2005), Optimal inflation-targeting rules, in: B. S. Bernanke and M. Woodford (eds.), *The Inflation-Targeting Debate*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 93–162.
- Golosov, M., and R. E. Lucas, Jr. (2003), Menu costs and Phillips curves, *NBER Working Paper Series*, 10187.
- Goodfriend, M. (1988), Central banking under the gold standard, in: Money, cycles, and exchange rates: essays in honor of Allan H. Meltzer, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 29, pp. 85–124.
- Goodfriend, M. (1997), A framework for the analysis of moderate inflations, *Journal of Monetary Economics*, 39 (1), pp. 45–66.
- Goodfriend, M. (2000), Overcoming the zero bound on nominal interest rates, *Journal of Money, Credit and Banking*, 32 (4/2), pp. 1007–1035.
- Goodfriend, M. (2002), Interest on reserves and monetary policy, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 8 (1), pp. 77–84.

- Goodfriend, M. (2003), Book review of 'A History of the Federal Reserve, Volume 1: 1913–1951' by Allan H. Meltzer, in: Federal Reserve Bank of Minneapolis, *The Region*, December, pp. 82–90.
- Goodfriend, M. (2004), Monetary policy in the new neoclassical synthesis: a primer, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 90 (3), pp. 3–20; Reprinted from *International Finance* (2002), 5 (2), pp. 165–191.
- Goodfriend, M., and R. G. King (1997), The new neoclassical synthesis and the role of monetary policy, *NBER Macroeconomics Annual*, Cambridge, MA: MIT Press, pp. 231–283.
- Goodfriend, M., and R. G. King (2001), The case for price stability, in: *Why Price Stability?*, First ECB Central Banking Conference, Frankfurt am Main: European Central Bank, pp. 53–94.
- Groschen, E. L., and M. E. Schweitzer (1999), Identifying inflation's grease and sand effects in the labor market, in: M. Feldstein (ed.), *The Costs and Benefits of Price Stability*, Conference Report, NBER, Chicago: University of Chicago Press, pp. 273–308.
- Keynes, J. M. (1923), *A Tract on Monetary Reform*, London: Macmillan.
- Khan, A., R. G. King and A. L. Wolman (2003), Optimal monetary policy, *Review of Economic Studies*, 70 (245), pp. 825–860.
- Klenow, P. J., and O. Kryvtsov (2005), State-dependent or time-dependent pricing: does it matter for recent U.S. inflation?, *NBER Working Paper Series*, 11043.
- Lacker, J. M. (1996), Stored value cards: costly private substitutes for government currency, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 82 (3), pp. 1–25.
- Lagos, R., and R. Wright (2005), A unified framework for monetary theory and policy analysis, *Journal of Political Economy*, 113 (3), pp. 463–484.
- Lucas, R. E., Jr. (2000), Inflation and welfare, *Econometrica*, 68 (2), pp. 247–274.
- Lucas, R. E., Jr., and N. Stokey (1983), Optimal fiscal and monetary policy in an economy without capital, *Journal of Monetary Economics*, 12 (1), pp. 55–93.
- McCallum, B. T. (1990), Inflation: theory and evidence, in: B. M. Friedman and F. H. Hahn (eds.), *Handbook of Monetary Economics*, 2, Amsterdam: North Holland, pp. 963–1012.
- McCallum, B. T. (2000), Theoretical analysis regarding a zero lower bound on nominal interest rates, *Journal of Money, Credit and Banking*, 32 (4/2), pp. 870–904.
- McCallum, B. T., and M. Goodfriend (1987), The demand for money: theoretical studies, in: J. Eatwell, M. Milgate and P. Newman (eds.), *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, London: Macmillan, pp. 775–781.
- Meltzer, A. H. (2003), *A History of the Federal Reserve, Volume 1: 1913–1951*, Chicago: University of Chicago Press.
- Mulligan, C. B., and X. Sala-i-Martin (2000), Extensive margins and the demand for money at low interest rates, *Journal of Political Economy*, 108 (5), pp. 961–991.
- Phelps, E. S. (1973), Inflation in the theory of public finance, *Swedish Journal of Economics*, 75 (1) pp. 67–82.
- Ramsey, F. (1927), A contribution to the theory of taxation, *Economic Journal*, 37 (145), pp. 47–61.
- Reifschneider, D., and J. C. Williams (2000), Three lessons for monetary policy in a low inflation era, *Journal of Money, Credit and Banking*, 32 (4/2), pp. 936–966.
- Sidrauski, M. (1967), Rational choice and patterns of economic growth in a monetary economy, *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 57 (2), pp. 534–544.

- Sims, C. A. (2003), Implications of rational inattention, *Journal of Monetary Economics*, 50 (3), pp. 665–690.
- Smets, F., and R. Wouters (2003), *Shocks and Frictions in US Business Cycles: A Bayesian DSGE Approach*, Paper presented at the First ECB/IMOP Workshop on Dynamic Macroeconomics, Hydra, Greece, May, <http://www.ecb.int/events/pdf/conferences/snets.pdf>.
- Summers, L. (1991), How should long-term monetary policy be determined?, *Journal of Money, Credit and Banking*, 23 (3/2), pp. 625–631.
- Svensson, L. E. O. (2003), Escaping from a liquidity trap and deflation: the foolproof way and others, *Journal of Economic Perspectives*, 17 (4), pp. 145–166.
- Tolley, G. (1957), Providing for growth of the money supply, *Journal of Political Economy*, 65 (6), pp. 465–485.
- Wolman, A. (1997), Zero inflation and the Friedman rule: a welfare comparison, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 83 (4), pp. 1–21.
- Wolman, A. (1998), Staggered price setting and the zero bound on nominal interest rates, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 84 (4), pp. 1–24.
- Woodford, M. (1990), The optimum quantity of money, in: B. M. Friedman and F. H. Hahn (eds.), *Handbook of Monetary Economics*, 2, Amsterdam: North Holland, pp. 1067–1152.
- Woodford, M. (2001), Monetary policy in the information economy, in: *Economic Policy for the Information Economy*, Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 297–370.
- Woodford, M. (2003), *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton: Princeton University Press.
- Yun, T. (1996), Nominal price rigidity, money supply endogeneity, and business cycles, *Journal of Monetary Economics*, 37 (2) pp. 345–370.
- Yun, T. (2005), Optimal monetary policy with relative price distortions, *American Economic Review*, 95 (1), pp. 89–109.

14 Is price stability enough?¹

WILLIAM R. WHITE

14.1 Introduction

What should be the principal objective of monetary policy and under what conditions might the pursuit of that objective be constrained by other considerations? In the aftermath of the Great Inflation, experienced by most industrialised countries in the 1970s, the answer to this question was obvious. Central banks should pursue single-mindedly the objective of reducing domestic inflation to a low level. This was seen, at the time, as the key contribution central banks could make to maximising output growth and, hence, to human welfare over time. They should then take steps to prevent inflation from rising again over the one to two-year (near-term) policy horizon implied by perceptions about the length of the lags in the monetary transmission mechanism.

More recently, in the light of sporadic episodes of deflation and threatened deflation in some countries, this same objective of keeping inflation at a low positive level has been restated in a rather more symmetrical way. Prices should neither be allowed to rise nor fall to any significant degree. The extent to which this consensus prevails is also reflected in the growing number of countries that have announced explicit inflation targets, often with the strong support of the international financial institutions. Closely related, there has been a clear trend towards giving central banks instrument independence to facilitate the achievement of this objective and holding them accountable for doing so. In sum, it is now the conventional wisdom that the principal objective of central banks should be to pursue price stability vigorously.

It will be argued in this paper that price stability is indeed desirable for a whole host of reasons. At the same time, it will also be contended that achieving near-term price stability might sometimes not be sufficient to avoid

1 The views stated herein are those of the author and are not necessarily the views of either the Bank for International Settlements or those that have commented on the paper already. Nevertheless, my thanks to Stefan Gerlach, Már Gudmundsson, Ulrich Kohli and Øyvind Eitrheim for helpful comments, and to Claudio Borio both for comments and for ongoing stimulus about these and related issues over the course of many years. Cf. in particular Borio and White (2004).

serious macroeconomic downturns in the medium term. Moreover, recognising that all deflations are not alike, the active use of monetary policy to avoid the threat of deflation could even have longer-term costs that might be higher than the presumed benefits. The core of the problem is that persistently easy monetary conditions can lead to the cumulative build-up over time of significant deviations from historical norms – whether in terms of debt levels, saving ratios, asset prices or other indicators of imbalances. The historical record indicates that mean reversion is a common outcome, with associated and negative implications for future aggregate demand.

In a recent paper, Christina Romer and David Romer² argued that macroeconomic policymakers in the United States were basically using the right empirical model to conduct monetary policy in the 1950s. That is, policymakers at that time recognised the high cost of inflation, and were rightly convinced by Keynesian arguments that active monetary and fiscal policy could be used effectively to lean against it. They argued further that these insights were somehow lost in the 1960s and 1970s, allowing inflation to become well entrenched, but then (and fortunately) the eternal verities were rediscovered and inflation was resisted once more. Romer and Romer thus conclude that we are essentially back where we were in terms of our understanding of economic and, above all, inflationary processes.

In contrast, it will be contended here that any historical exegesis needs to be extended in time, and thus in scope, to encompass the debate which took place before the occurrence of the Keynesian revolution. The literature produced by the Austrian school of economics in the interwar period concluded that the Keynesian focus on aggregate measures in the economy, like the overall measure of inflation, provided an inadequate bellwether for identifying emerging macroeconomic problems. Rather, the Austrians focused on the impact of changes in relative prices leading to resource misallocations and subsequent economic crises. Moreover, this literature treated economic developments as part of dynamic processes in which past events had an influence on the future. The long run was not just a series of short runs. In our modern world, where journalists, politicians and other non-academic commentators constantly use such terms as ‘excessive’, ‘unbalanced’, and ‘unsustainable’, these pre-Keynesian insights might still have a capacity to enlighten. In the more formal models used by academics, these concepts are rarely

2 Romer and Romer (2002).

present, perhaps because they are so difficult to model quantitatively in the first place.³

A starting point for the analysis in this paper is the explicit recognition of an increasingly obvious fact. Under the joint influences of deregulation and technology, the global economic and financial system has undergone massive change in recent years. The liberalisation of the real economy, in particular the re-entry into the global trading system of such giants as China and India and developments in the global financial system over the last twenty years, have profoundly changed how economic processes work. We are increasingly distant from the highly regulated period following the Great Depression and the Second World War, when our current policy frameworks were developed. Indeed, the structural landscape looks more and more like that seen in the 1920s and the decades prior to World War I. It would not seem implausible, in the light of all this underlying change, that our policy frameworks might also need revision.

Sections 14.2 and 14.3 below are positive rather than normative. They attempt to document that the costs of not having near-term price stability, as well as the benefits, may have been overestimated. Taken together, they make a *prima facie* case for re-evaluating the current, conventional monetary framework. In section 14.4, such an evaluation is carried out, with arguments for maintaining the status quo being confronted with the arguments against. In section 14.5, an outline is presented of what an adapted and improved monetary framework might look like.

To summarise the policy implications, it is concluded that the longer-run implications of monetary policy actions should be given greater weight than they have been. The challenge will be to combine the pursuit of longer-term price stability with a more flexible and nuanced use of the policy instruments directed to that objective. Meeting that challenge will involve changes in how central banks act, in particular the indicators they look at when setting monetary policy, as well as changes in how they communicate what they do to the public.

3 In his Nobel prize lecture, reprinted in Hayek (1975), Hayek warns about putting excessive reliance on empirical 'proofs' in economics at the expense of a coherent theoretical explanation. He argues that economic processes are inherently so complex and constantly changing that the appearance of structural stability is almost always misleading. Interestingly, Keynes shared this view as described in Leijonhufvud (1968). For some more recent scepticism, cf. Summers (1991).

14.2 Deviating from price stability: have the costs been overestimated?

Before evaluating the costs of not having ‘price stability’, it would be best to define what central bankers currently mean by the term. For most central banks, the ‘price’ component is defined as some aggregate measure of the prices of currently produced goods and services.⁴ Depending on taste, this could be either the consumer price index (CPI) or some national income account (NIA) deflator, with or without some sectoral exemptions to purge the series of undesired volatility. Over the longer run, these series tend to move quite closely together, so that the distinctions between them are less important. However, over shorter time periods, like the one or two-year horizons conventionally targeted by central bankers, definitional differences can be significant. For example, the upward trend in energy prices in recent years has driven a wedge between measures which include such prices and those that do not. As for the definition of ‘stable’, the conventional approach would be to define it as some low level of inflation, say between 0.5 percent (to account for upward measurement bias) and 2 to 3 percent per annum. Implicit in this definition is also the view that any measure of deflation (where prices actually fall in aggregate) is not consistent with price stability.

The benefits of achieving any public policy objective are not absolute, but must be assessed against the costs of doing so. Today, the costs of achieving low inflation would be assessed as significantly lower than they were thought to be in the 1960s and 1970s. At that time, many believed there was a long-run trade-off between inflation and unemployment, implying that low inflation meant permanently higher unemployment. Even as that belief began to fade, reflecting the insights of Milton Friedman⁵ and Edmund Phelps⁶ into how shifting expectations would render vertical the long-run Phillips curve, there was still resistance to trying to reduce inflation through market processes. In part, this was because of the perception that even the short-run costs could be substantial. One strand of thought was that the short-run trade-off was very flat, implying that a large unemployment gap would be required to move

4 It is worth noting that in the pre-war literature, two things stand out. First, there was generally no precise definition of what was meant by inflation. This is perhaps not surprising given the rather primitive state of data collection at the time. Second, the discussion was always premised on the idea that credit creation was at the heart of the inflation process. That the evident shortcomings of the ‘monetarist’ experiment in the 1970s should have led to a wholesale rejection of this centuries-long association warrants a study on its own.

5 Friedman (1968).

6 Phelps (1968).

inflation materially. A related strand of thought was that inflationary expectations were very sticky and disinflation would thus not receive much support from a ratcheting-down of the Phillips curve in inflation-unemployment space. This kind of thinking led to a preference for wage-price controls and other non-market processes, along with a belief that ‘gradualism’ in reducing inflation would do so at the lowest cost over time. What is interesting, now that inflation has been reduced to low levels, is that similar views currently prevail about both sticky expectations and shallow trade-offs. The implications of this are examined below.

While the assessed costs of achieving price stability tended to fall over time, the assessed benefits rose in tandem with central bankers’ actual experience of living with high inflation. It was not a pleasant experience. Perhaps the first observation was the disquieting tendency for unleashed inflation to move ever higher when not firmly resisted by macroeconomic policies. In many countries, particularly when exacerbated by the negative supply-side shocks of the 1970s, the battle for factor shares led to a spiralling of wage and price pressures that moved steadily upwards. This eventually led to the conclusion that merely stabilising inflation, once it had reached a level high enough to significantly affect economic decision-making,⁷ was simply not a viable option. The memories of hyperinflation in post-war central Europe, arguably the defining macroeconomic event of the century for Germany, provided further support for this view. Indeed, this historical experience had already led to the Deutsche Bundesbank and the Swiss National Bank being given much more independence than was typical at the time.

The costs of high inflation were increasingly recognised as having micro and macro as well as social dimensions. By way of summary, inflation posed a threat to high, sustained economic growth and social stability. At the micro level, the principal concern was that large aggregate price movements were clouding movements in relative prices and interfering with the information content of the price system. The interaction of large price movements and the tax system, which had never been designed with this in mind, provided another source of concern about economic efficiency and long-term growth potential. At the macro level, increased uncertainty about prospective price movements and the clear potential for an eventual policy response and resulting recession, which indeed often materialised, added a costly risk premium

7 While the tolerable level of inflation is generally considered to be below 2–3 percent, most careful studies of the ‘costs’ of inflation have difficulty identifying such costs below a threshold of around 10 percent. This discrepancy perhaps reflects the belief that inflation above the lower limit would quickly accelerate to breach the upper one.

to financing costs. Together with people's desire to hedge themselves against inflation, this led to an unwelcome shift of real resources away from productive investments into property, both residential and non-residential. Since much of the financing came through banks, this in turn raised concerns about potential instability in the financial system should property prices begin to fall.

Finally, at the social level, it became increasingly evident that a further effect of inflation was to redistribute wealth in an unfair way. This threatened belief in the integrity of both the economic and the political system. Perhaps recognising the truth of John M. Keynes' much earlier observation – "Lenin was certainly right. There is no subtler, no surer means of overturning the existing basis of society than to debauch the currency."⁸ – the political establishment and the citizenry of the industrialised countries eventually became convinced that inflation had to be brought down and kept down. As noted above, this rightly continues to be the conventional wisdom today.

That said, another aspect of today's conventional wisdom concerning inflation should also be noted, particularly since it has some bearing on the subsequent discussion of deflation. That is, one-time upward shifts in the price level should be tolerated to the extent that they do not threaten to generate increases in inflationary expectations and second-round effects on prices. Such temporary increases in measured inflation, arising, say, from a negative supply shock to production capacity, can facilitate the relative price adjustment which is needed to respond to the supply shock. The alternative possibility – resisting an aggregate price increase – would demand that other prices fall to ensure the relative price shift. Since this is generally thought to involve greater economic costs, it has not generally been thought of as the preferred alternative.⁹

An objective assessment of the costs of deflation (in contrast to inflation) is rendered more difficult by the comparative rarity of such events in recent decades and, partly as a result, by the prominence typically given to the appalling experience of the US during the Great Depression of the 1930s. Clearly, this was their defining macroeconomic event of the last century. Yet it must also be recognised that, in historical terms, the association between price de-

8 Keynes (1920), p. 220.

9 A recent major study of pricing behaviour by European firms casts some doubt on this. Downward price movements for individual products are as common as increases. Moreover, downward price movements seem more responsive to demand conditions than do price increases, in part because customers see price increases in response to demand pressures as 'gouging'. This implies a concave short-term Phillips curve, which is not the conventional wisdom. Cf. Dhyne et al. (2005).

clines and massive output and job losses was almost a unique event. Looking back over a much longer historical period,¹⁰ a number of studies indicate that many periods of mild deflation prior to World War I were associated with continuing strong increases in output, some with only mild recessions, and just one or two with sharp falls in output. Moreover, looking at some more recent periods of deflation, or near deflation, the overall economic performance of the affected countries was not seriously compromised. In Japan, mild deflation did not lead to a cumulative downward spiral in consumer spending, premised on prices being expected to be still lower in the future, even though the after-effects of the corporate excesses of the 1980s were severe. In China, mild deflation had no discernable effect on growth rates, which were maintained at extremely high levels.

Categorising deflations in terms of “The Good, the Bad and the Ugly”, terms made famous by a well-known film,¹¹ has considerable merit in that it underlines that not all deflations are the same. This leads to the need to analyse why the costs of deflation differ and, in turn, the issue of how costly a deflationary period in the global economy might be today. This understanding would be relevant for determining what price should be paid for an insurance premium against such an event happening.

‘Benign’ (perhaps a more accurate term than ‘good’) deflations in which output growth remained strong have historically generally been associated with positive supply shocks. In particular, in the period prior to World War I, technological innovation, rapidly rising productivity and globally mobile factors of production often led to both falling aggregate prices and sustained business activity. Lower prices contributed to higher real wages, while higher productivity allowed the share of profits in factor incomes to be maintained or even increased. In this environment, asset prices also remained strong and monetary and credit aggregates tended to rise as well.

‘Bad’ deflations have been those in which deflation was accompanied by recessions of normal size. Such circumstances were often produced by slackening demand, in a situation where inflation was already at a low level. Broadly put, the costs of such mild deflations would not seem likely to be much different than those of mild inflations. At the micro level, there would be concerns about the weakened content of price signals, interactions with the tax system and arbitrary wealth transfers. At the macro level, a preference for cash over risky investments might further slow growth potential over time.

10 Cf. chapter IV in BIS (1999, 2003). Also Borio and Filardo (2004); Bordo and Filardo (2005).

11 Suggested for use in this context by Borio and Filardo (2004).

That said, it could not be ruled out that a bad deflation might turn into an ugly one. Friedrich Hayek referred to this as a 'secondary depression' and accepted that it should be resisted by monetary policy.¹²

An 'ugly' deflation, like that of the 1930s, has its roots in three nominal rigidities. The first rigidity is that of nominal wages. If prices begin to fall, while wages do not, then real wages rise and profits are squeezed. This then feeds back on lower employment and lower investment, with the associated reductions in demand further supporting price declines. The second rigidity is the zero lower bound for nominal interest rates. If prices move down, and are anticipated to move even lower, the *ex ante* real rate of interest rises and cannot be offset by further nominal declines. This has further negative implications for investment, but also for debt service requirements more broadly. Debts denominated in nominal terms are the third rigidity, and they can affect both the consumer and corporate sectors. Evidently, the severity of the effect on debt service requirements will depend not only on the rate of deflation, but also on the level of nominal debt outstanding.¹³ Finally, the historical evidence indicates that related weaknesses in the financial system can also seriously exacerbate a downturn.

Considering the structural characteristics of today's global economy indicates that it may have more traits in common with the world prior to World War I than that of the Great Depression. To this extent, current concerns about avoiding deflation might be overstated. In particular, a pattern of ongoing economic liberalisation, occurring both domestically and internationally, has contributed to an ongoing series of positive supply shocks that have pushed down the prices of internationally traded goods and services.¹⁴ Moreover, the same forces in association with new communication technologies have sharply increased the proportion of output that is internationally traded. In many countries, the US especially, but also many emerging market economies, productivity growth has also increased measurably. In spite of this downward pressure on prices, profit shares have widened significantly in recent years. Clearly, productivity growth has contributed to a lower rate of growth for unit labour costs, but nominal wages have also been remarkably subdued in many countries. The recent growth in the global labour supply can serve as an explanation. Moreover, as was the case prior to World War I,

12 Hayek (1974), p. 5.

13 In the background stands a further asymmetry. The fact that debtors can go bankrupt has evident effects on their spending capacities, but also on creditors.

14 All the changes noted in this paragraph are well documented in Galati and Melick (2006) and the more than thirty empirical papers to which they refer.

both labour and (especially) capital are now highly mobile. Increases in labour compensation in the industrialised countries are thus currently restrained by the use of foreign workers to remove bottlenecks and by the credible threat that whole factories could be moved to lower-cost jurisdictions.

The same conclusion can be reached by considering the extent to which nominal rigidities might (or might not) play a role today in transforming a benign deflation into a bad or even ugly one. The first rigidity – that of real wages – would seem from the historical comparison above not to be an obvious problem. However, the second rigidity – the potential for policy rates to hit the zero nominal bound and for real rates to rise uncontrollably – must be a source of greater concern given how low policy rates currently are in most industrialised countries. It is also worth noting, however, that the ratcheting-up of *ex ante* real rates also depends on falling prices (*ex post*) being extrapolated into the future. Put otherwise, it depends on their perceived persistence in the inflation process. Fortunately, the empirical evidence referred to above indicates that inflation persistence has fallen sharply in recent years, as indeed was the case prior to World War I.¹⁵ The fact that falling prices in Japan, over the last eight years, do not seem to have led to consumers ‘postponing’ purchases in anticipation of further falls must also be judged a positive sign. Indeed, household savings rates fell more in Japan over the last decade than they did in the US, albeit to a higher level.

There is also the third issue of debt contracts being defined in nominal terms. There can be little doubt that current debt levels in some countries are very high. This applies particularly to government debt in Japan, corporate debt in Europe and household debt in the US and a number of other English-speaking countries. Falling prices and nominal revenues could then have the potential to seriously undermine the capacity to service debt, and could lead to disruptive bankruptcies. At this juncture, such concerns might seem to provide clear support for the view that insurance against deflation is worth having. However, such a conclusion must be qualified to the degree that (as will be argued below) high debt levels may themselves have been encouraged by easy financing conditions in the past.

15 The absence of ‘persistence’ prior to World War I, that is, the rejection of the unit root condition in the inflation process, owed much to the operation of the gold standard. Thus, when prices went down, they were normally expected to go back up. Today, we have something similar, assuming the credibility of monetary regimes having the objective of keeping inflation at a low positive level. Mean reversion in the expected price level might be even further encouraged by committing to a price level, rather than an inflation target. Whether this credibility would prove as robust as the operations of the gold standard remains to be seen.

Finally, most current indicators show that the financial institutions in most of the industrialised countries are very healthy,¹⁶ although certain fragilities can be identified looking forward. In particular, the opacity and complexity of the financial system today shroud in secrecy who finally bears the risks, and increase the likelihood of operational problems. More broadly, the reliance of banks in many countries on revenues from dealings with the household sector, already heavily indebted, could in the future prove a source of financial vulnerability. Yet as just noted above, these exposures might also have increased over time in response to successive episodes of monetary easing and associated credit expansion.

14.3 Maintaining price stability: have the benefits been overestimated?

This section begins with an analysis of some of the other objectives that have traditionally constrained central banks from pursuing price stability single-mindedly. While the importance of these may have been downgraded, as the objective of price stability has been upgraded, there are good reasons why their influence persists. Also note that, while many central banks have been given a formal mandate to pursue price stability as their primary objective, many have not. In part, this may reflect the belief that objectives other than price stability, even if only over relatively short periods, might also bring benefits.

After considering these traditional constraints, attention is then directed to a set of problems that have again gained prominence in recent years. In particular, attention is drawn to financial and other forms of economic disruptions associated with booms and busts in credit growth, asset prices and significant deviations in spending patterns from earlier norms. Historically, there have been repeated episodes of this sort, despite the general maintenance of price stability in the periods preceding them. After some reflection on how earlier economic theorists explained this phenomenon, an attempt is made to indicate why these historical allusions might have some relevance today.

16 It is clear that the severity of the depression in the 1930s was exacerbated by the weakness of banking systems, at a time when they had unprecedented dominance over the financial system as whole. This was not the case prior to World War I, nor is it the case today in most of the larger industrialised countries.

14.3.1 *Traditional constraints: output growth and exchange rates*

If one accepts that there is no long-run trade-off between output and inflation, then concerns about maintaining output growth cannot be viewed as being in fundamental opposition to the pursuit of price stability. If, as is normally the case, the price objective (initially under control) is under threat from excessive or deficient demand, the pursuit of the former automatically implies a monetary policy which runs countercyclical to the business cycle. Tightening, for example, resists both excessive demand and the inflationary pressures it generates. Yet, less fundamentally, there are circumstances where concerns about output growth do have an independent influence on policy decisions. In the formal literature, it is commonly assumed that the loss function that the monetary authority is trying to minimise includes deviations of output from potential, as well as inflation from its targeted level. More practically, attempts to move forecast inflation back to target too quickly can cause more severe cumulative output losses than a slower and steadier process. A convex, short-term Phillips curve has properties sufficient to lead to this kind of behaviour on the part of the monetary authorities.

Confronted with supply-side shocks, however, there can be a more fundamental conflict between price stability and output growth. For example, an oil embargo raises prices and reduces aggregate supply. In countries that are net oil importers, this is equivalent to a tax increase, which also reduces aggregate demand. When this happened for the first time in 1974, macroeconomic policy tried to lean against the output costs, with devastating effects, as both inflation and inflationary expectations rose sharply. Learning from this mistake, the decision was taken in 1979 to lean against the price effects. Today, as noted above, the conventional wisdom would be to accept the direct, first-round price effects, but not any subsequent pass-through effects.

A second traditional constraint, that of the exchange rate and the possibility of associated external imbalances, has been a recurrent concern of the SNB and many other central banks. The pursuit of domestic price stability in a world of highly mobile capital flows implies that the exchange rate must be allowed to float.¹⁷ Monetary tightening in the interests of reducing inflationary pressures could, in some cases, lead to a degree of nominal and real exchange rate appreciation that would significantly worsen the current account balance. This could increase the likelihood of a future exchange rate crisis, and might in any event demand a degree of domestic resource reallocation

¹⁷ Simultaneously having an independent domestic monetary policy, a fixed exchange rate and highly mobile capital flows is referred to in the modern literature as the 'impossible trinity'.

that could prove discomfiting if forced to occur very quickly. Similarly, monetary easing might lead to a run on the currency with similar effects of opposite sign. Whether driven predominantly by concerns about the level of the exchange rate and its effect on real variables, or its rate of change and the effects on financial variables, the monetary authority might either wish to, or feel forced to, factor such considerations into its decisions.

Normally, extended resistance to pressure for the nominal exchange rate to appreciate would lead to domestic inflation that would ensure a real appreciation of the currency in any event. Confronted with such inflationary tendencies, monetary policy would be tightened and the nominal exchange rate allowed to rise. However, in Asia in recent years, in the absence of any overt signs of domestic inflation, it has been possible to continue to resist currency appreciation through a combination of massive, sterilised intervention and easy domestic monetary policies. In fact, real interest rates in Asia have been close to zero for some years. To date, these policies have not been manifestly bad for Asian countries. Real growth has been rapid, and large exchange reserves have been accumulated as 'insurance' against any possible repeat of the Asian crisis of the late 1990s. However, looking forward, problems concerning either domestic inflation or imbalances of various sorts could eventually arise in Asia. The parallel between Asia today and Japan in the late 1980s is not wholly fanciful.

If this is only a potential problem, arising in the context of stable Asian prices, another problem is already evident, and on a more global scale. The region as a whole has built up a large trade surplus, which is the counterpart to a significant part of the US trade deficit. This outcome reflects not only undervalued Asian currencies, but perhaps also lower long rates in the US, as accumulated foreign exchange reserves have been reinvested in bonds largely denominated in US dollars. While, to date, price stability has been maintained in both the creditor and debtor countries, the global financial system has nevertheless become increasingly exposed to unprecedented external imbalances.¹⁸ Moreover, the conviction of foreign exporters to the US that domestic prices in dollars cannot be raised, even should the US dollar fall relative to their own currencies, has significantly reduced the exchange rate pass-through. While there must be limitations to this process, the failure of relative prices to adjust stands as a significant impediment to increased US competitiveness and an orderly current account adjustment.

18 Cf. White (2005b).

14.3.2 *New constraints: fixed capital, debt and financial stability*

Lessons from economic history

The historical record provides stark evidence that a preceding period of price stability is not sufficient to avoid serious macroeconomic downturns. Perhaps the most telling example is that of the Great Depression in the United States in the 1930s. The period was characterised by massive and continuing losses in terms of both employment and output, accompanied by a cumulative deflation process and associated financial distress in response to accumulated debt. Indeed, almost one-third of US banks failed over the course of the 1930s.¹⁹ The crucial point is that this downturn was not preceded by any noticeable inflation. Indeed, prices were essentially stable for most of the 1920s and were actually showing signs of measured deflation before the decade drew to a close. Rather, the period was characterised by rapid technological innovation, rising productivity, rapid increases in the prices of equity and real estate, and strong fixed investment. Behind these developments were ongoing technical innovations in the financial sector, not least the much greater availability of consumer credit.²⁰

Turning to more recent history, Japan has been in a protracted period of sub-par growth for well over a decade, with the gross domestic product (GDP) deflator falling almost 10 percent on a cumulative basis. With growth averaging only around 1 percent annually between 1992 and 2004, the unemployment rate rose from a low of 2 percent in 1989 to a high of 5.5 percent in 2001. At the same time, the banking system showed increasing signs of stress, and a number of bankruptcies were recorded in spite of strong and continuous state intervention. As with the earlier US experience, this very poor performance was preceded by a sharp increase in credit, asset prices and fixed investment. Notably, however, there was again no prior acceleration in overt inflationary pressures. As for the Japanese financial sector in the 1980s, it was both subject to the ongoing influence of technological innovation and, more importantly, in the process of financial deregulation.

Still more recently, attention could be drawn first to the financial crisis in Southeast Asia in the late 1990s. For some countries, the costs could be measured as double digits of GDP, with associated increases in unemployment. The banking systems were also significantly affected. In a number of

19 In this regard, the tightening of monetary policy in 1931 within the framework of the gold standard was distinctly unhelpful.

20 Cf. Eichengreen and Mitchener (2003).

cases, deflation threatened to, or actually did, emerge. Similar to the US and Japanese cases, these difficulties were not preceded by any marked inflationary excesses, but rather by sharp increases in credit, asset prices and fixed investment. On the financial side, an important influence was exerted by large-scale capital inflows, which subsequently and suddenly reversed as the crisis worsened.

Finally, the same general point could be made about the rather different stresses imposed on the real and financial system by the Russian debt crisis in 1998 and the subsequent failure of the LTCM fund, and the collapse of global stock markets in 2001. These disruptive incidents also took place in an environment of effective price stability. As with the episodes above, each was preceded by significant evidence of financial overreach (accelerating credit growth, rising leverage, rising asset prices). Furthermore, in both the US and Europe, there was a sharp increase in business investment during the second episode directed largely to the technology, telecommunications and media sectors believed to epitomise the 'New Era' then thought to be emerging.

These facts are as easy to describe as their implications are hard to deny: price stability was not enough to ensure high, sustained growth. What is harder to do is to present an analytical explanation for these costly events, given the absence of the expected catalyst of rising inflation. In the following parts of this section, two relevant points are made. First, recourse is made to some of the central tenets of pre-war Austrian theory and how that model contrasts with the Keynesian analytical approach still used by most central bankers. Second, an attempt is made to show how structural changes in the economy, both real and financial, might have rendered these theoretical insights of more practical relevance today than they were during the 1950s, 1960s, 1970s, and perhaps even the 1980s. In short, history might still matter.

Lessons from the history of economic thought

A useful starting point might be the Keynes-Hayek debate of the early 1930s. This was conducted in the early days of the Great Depression against the backdrop of a previous half century or more of substantial business cycle variations.²¹ While John Hicks²² contends that the debate captured the imagination of the economists of the time, it has since been generally forgotten. Both Keynes and Hayek began by accepting some common insights. The first is that a monetary economy is fundamentally different from a barter econ-

²¹ This debate has been well chronicled in Cochran and Glahe (1999).

²² Hicks (1967).

omy. The second is that both built upon the Wicksellian framework which emphasised the problems associated, in a monetary economy, with the financial rate of interest deviating from the so-called natural rate of interest.²³ These similarities noted, their thinking subsequently led them in quite different directions.

David Laidler²⁴ notes that the IS/LM model, still the workhorse in the stable of most central bankers,²⁵ is essentially a one-period model in which the short run and the long run are effectively indistinguishable. Its central message is that deviations between the financial and natural rate will create either deficient or excessive aggregate demand leading to unemployment and (in a fuller model) inflation respectively. Both are undesirable in themselves. In contrast, the passage of time is a central feature of Austrian theory and, short of the long run, credit creation need not lead to overt inflation. Rather, relative prices are the key to future outcomes. Deviations between the financial and natural rates lead the financial system to create credit which encourages investments that, in the end, fail to prove profitable. The underlying reason for this is that the investments tend to be directed to the production of goods and services for which the level of demand anticipated never in fact materialises. While many have rightly criticised the specifics of Austrian capital theory, the concept of erroneous investment processes driven by credit creation is still noteworthy. Moreover, while most Keynesian models assume a relatively smooth adjustment from one equilibrium to another, the Austrians stressed growing imbalances (cumulative deviations away from equilibrium) and an eventual crisis whose magnitude would reflect the size of the real imbalances that preceded it. The underlying reason for this last observation is that the capital goods produced in the upswing are not fungible, but they are durable. Mistakes then take a long time to correct.

As is now well known, the Austrian approach dropped from sight in most parts of the world, in part because it offered no hope in the face of the crisis of the 1930s. Moreover, the Keynesian approach subsequently offered highly satisfactory performance in the post-war period, barring the 1970s as discussed above. Indeed, since the early 1980s, the conventional approach to

23 The financial rate of interest is the rate at which commercial banks stand ready to lend. The natural rate is rather determined by real factors, in particular those having to do with saving and investment.

24 Laidler (1999).

25 Cf. Blinder (1988, 1999). Blinder implicitly associates the Keynesian model with the IS/LM apparatus developed by Hicks. As Leijonhufvud (1968) made clear, this association loses much of the richness of Keynes' thought, particularly about capital markets and the role of immeasurable expectations.

macro policy has produced truly stellar macroeconomic outcomes. Growth in most industrialised countries (excluding Japan) has been both higher and less volatile, while inflation has been sharply lower, but also less volatile. Against this historical background of success, it might seem strange to suggest that the pursuit of low, positive inflation by central banks should be complemented by concerns about financial excesses and imbalances that are more in the Austrian spirit. It is argued immediately below that there are plausible reasons to warrant such a re-evaluation. As a complement, it will be further argued in section 14.4 that there is a reasonable chance that the good performance seen to date might not be sustainable.

Why history might still matter

One reason to warrant a reappraisal of the current conventional approach to monetary policy is that the structure of the global economy has changed remarkably in recent decades. In particular, financial liberalisation has increased the likelihood of boom-bust cycles of the Austrian sort. Moreover, the integration of big countries into the world economy and the liberalisation and globalisation of the real economy, as discussed above, appears to have had material effects on the inflation process and the transmission mechanism of monetary policy. Consider each development in turn.

The structural changes in the financial sector in recent decades have been profound. Some combination of technological change and deregulation has led to a quickening process of disintermediation from banks, growing reliance on market processes, globalisation and institutional consolidation.²⁶ In short, we now have a liberalised financial system which seems much more likely to show boom-bust characteristics than the previously repressed one. Michael Bordo and Barry Eichengreen convincingly document the decline of such incidents internationally, in response to the imposition of financial controls in the 1930s and 1940s, and their subsequent rise as these controls were gradually removed.²⁷

The dynamics of the process can be described as follows: buoyed by justified optimism about some particular development, credit is extended, which then drives up related asset prices. This both encourages fixed investment (as per Tobin's q), and increases collateral values, which supports still more credit expansion. With time, and underpinned by an associated increase in output growth, this process leads to increasing willingness to take on risks

²⁶ Cf. White (2004a).

²⁷ Bordo and Eichengreen (2000).

(‘irrational exuberance’), which gives further impetus to the credit cycle. Claudio Borio et al. provide evidence that credit spreads, asset prices, internal bank risk ratings, ratings from agencies and loan loss provisions all demonstrate this tendency to procyclicality.²⁸ Subsequently, as exaggerated expectations concerning both risk and return are eventually disappointed, the whole process goes into reverse. As undershoot replaces overshoot, the dampening effect on the real economy of high debt levels and weak investment becomes particularly notable. Frequently, but not necessarily, the financial system is itself weakened and exerts a further dampening effect on the real economy.

This analysis of events does not seem at odds with the descriptions presented above of the many economic and financial disruptions seen over the last decade or two. While generally not preceded by overt inflation, they were all characterised by rapidly rising credit, asset prices and fixed investment. Indeed, it also seems consistent with the subsequent and extended weakness of fixed investment in post-unification Germany, Japan, Southeast Asia and the US after earlier periods of strong investment growth. In sum, there are stronger grounds today than in earlier decades for looking at financial sector developments, and their potential to threaten rapid and sustainable output growth, as new indicators which ought to help guide the conduct of monetary policy.

By the same token, structural change in the real economy might also imply that there are grounds for questioning the use of traditional indicators in the conduct of monetary policy. While reserving normative prescriptions for section 14.4, there is clear empirical evidence that the inflation process has changed markedly in recent years.²⁹ The pass-through of exchange rate changes and other costs to domestic prices is much reduced. The influence of domestic output gaps on inflation seems on the wane. Indeed, recent work by Claudio Borio and Andrew Filardo suggests that, for many countries, global measures of capacity utilisation are already exerting a significant degree of influence over domestic measures of inflation.³⁰ Estimates of the short-run slope of the Phillips curve have fallen in many countries, and the persistence of inflation (after shocks) has fallen significantly in many countries.

Far from having a common understanding of what is going on here, as suggested by Romer and Romer, a number of competing hypotheses can be

28 Borio et al. (2001).

29 As noted above, cf. Galati and Melick (2006).

30 Borio and Filardo (2006).

suggested.³¹ Both real (increased international and domestic competition and productivity) and nominal (increased central bank credibility) forces might be in play. Unfortunately, this lack of clarity as to root causes also implies some considerable uncertainty with respect to the appropriate conduct of monetary policy. Taken together with the identified changes in financial structure, there seems then to be a *prima facie* case for re-evaluating the current framework for conducting monetary policy.

14.4 Evaluating the conventional policy framework

In the preceding sections, support has been provided for two propositions. First, serious macroeconomic downturns can occur in fiat money economies, even if they are not preceded by overt inflationary pressures. Put otherwise, the many benefits of stable prices do not extend to excluding such extreme events. Second, just as there is a willingness to tolerate the first-round effects of negative supply shocks on inflation, there should perhaps be a similar willingness to tolerate deflation arising from positive supply shocks. The costs of benign deflations are difficult to evaluate, and would, in any event, have to be balanced against the costs of avoiding them. In this last section of the paper, the implications of these joint insights in choosing a framework for the conduct of monetary policy are assessed.

The section is divided into four parts. First, the salient characteristics of the current ‘orthodox’ framework are presented. These cover not only the objective(s) of monetary policy, but also the way in which the instruments of monetary policy are used in the pursuit of the objectives. This is followed, second, by arguments for maintaining the status quo, and third, by the arguments against. Fundamentally, the issue comes down to the merits of a more static analysis (‘so far so good’) versus a more dynamic approach focused on where the current path might be leading.

14.4.1 *The conventional policy framework*

It must be recognised that monetary policy is conducted with significant differences in emphasis across currency areas. Thus, any single description of how monetary policy is conducted risks becoming a caricature.³² Moreover,

31 Romer and Romer (2002).

32 This risk is perhaps greatest in the case of the SNB and the European Central Bank, whose policy frameworks have rather more in common with the ‘adapted framework’ advocated below. Cf. Issing (2004) and European Central Bank (2005) for overviews of the approach of the European Central Bank. For an overview of the policy framework of the SNB, cf. chapters 4.3, 4.4 and 11 of this volume.

the conduct of monetary policy is constantly evolving in practice. Central bankers react to shortfalls in their own performance, to unexpected side effects of what they do, and to new intellectual insights.³³ Nevertheless, looking back over recent years, the orthodox framework for conducting monetary policy would seem to comprise the following five propositions.

First, the primary objective of monetary policy should be to maintain inflation at a low positive level. Given the presumed lags in the effects of monetary policy, this implies targeting a forecast of inflation for two years ahead. In some jurisdictions, this objective is publicly declared (as in inflation targeting), whereas in others, it is implicit in what the authorities both say and do.

Second, the principal instrument for achieving the objective is use of the short-term policy rate under the direct influence of the central bank. In most jurisdictions, this influence is exercised through some combination of announcements of rate corridors and market operations affecting the provision of reserves to the banking system. In recent years, in Japan, where the policy rate has effectively been at the zero nominal bound, the authorities have relied upon 'quantitative easing'. This has been conducted through announcing and implementing targets for the aggregate level of excess reserve holdings in the banking system.

Third, the forecast of future inflation, whose evolution guides the setting of the policy instrument, relies primarily on the influence of gaps in the product and labour markets. Estimates of capacity utilisation and the natural rate of unemployment thus play a central role. The use of other indicators of future inflation, such as the rate of growth of monetary and credit aggregates, are sometimes referred to (especially in continental Europe), but still essentially play a secondary role.

Fourth, asset prices are important only to the extent they exert pressure on gaps and subsequent inflation. In any event, asset price 'misalignments' are difficult to identify and cannot be effectively resisted, since this would require interest rate increases that would be destructive elsewhere in the economy. Conversely, any slowdown in economic activity associated with an asset price bust can be effectively resisted through an easing of monetary policy. This could impart a degree of asymmetry to the conduct of domestic monetary policy in the face of such disturbances.

Finally, conduct of monetary policy in the light of the four principles above implies a significant degree of willingness to allow the foreign exchange

33 White (2002).

value of the domestic currency to float. To the degree that countries wish to resist this, another important asymmetry must be highlighted. Countries can resist depreciation through sterilised foreign currency intervention only to the extent their foreign currency reserves (or capacity to borrow) allow. There is no such limit to resisting appreciation. The domestic central bank can create as much domestic currency as it wishes, to purchase foreign currency, provided that it is prepared to live with the side effects of such policies.

14.4.2 Arguments for the status quo

While there might indeed be a *prima facie* case for re-evaluating the current monetary policy framework, a compelling argument for retaining the status quo, after such a re-evaluation, has already been referred to. It has delivered the goods in terms of the ‘Great Moderation’. In other words, output fluctuations have been much attenuated in recent decades, and both the level and the volatility of inflation have been remarkably reduced. In effect, central bankers learned from experience the harm that inflation could do and resolved to reduce it. They have been very successful, and we are now reaping the rewards in terms of much better macroeconomic performance. In particular, with inflation low and stable, there has been no need for periodic episodes of sharp tightening of monetary policy with the associated risk of inadvertent recession.

As for the evidence of growing disturbances in the financial sector, those wishing to maintain the current framework would argue that these are due in large part to learning problems in an increasingly deregulated sector, and also to deficiencies (in certain countries) of the infrastructure supporting the financial system. The central point is that, in both cases, these problems should prove temporary. A corollary of this view is that liberalised financial systems are not inherently procyclical and are certainly not prone to recurring crises. On the contrary, more complete financial markets will prove in the end to be both efficient and highly resistant to shocks. Not only do they allow the transfer of risk to those most capable of bearing it, but they also facilitate intertemporal income smoothing, which allows demand to be maintained even under stress. Indeed, when one considers the number of serious shocks to which the global economy and financial system have been subjected in recent years, that inherent resilience is already increasingly apparent.

Finally, it would have to be noted that the current monetary framework has allowed monetary policy to play an appropriately countercyclical role whenever events seemed to threaten the prospects for sustained global growth. On the one hand, higher policy rates were used in the late 1980s, in

1994 and also near the end of the 1990s to respond to perceptions of rising inflationary pressures. On the other hand, policy rates worldwide were lowered sharply after the stock market crash of 1987. Rates were also lowered aggressively at the end of the 1980s, in the face of the collapse of property prices in many countries and the perceived weaknesses of many banking systems. In 1997, in response to the possible future implications of the Asian crisis, rates were left on hold even though traditional measures of inflationary pressures were signalling the need to tighten. The Russian crisis and associated collapse of LTCM led to an overt easing of policy, as did the subsequent decline in global equity prices. Indeed, this latter event eventually led to nominal policy rates of only 2 percent in continental Europe, 1 percent in the US and, of course, the maintenance of the policy rate at zero in Japan, supplemented by quantitative easing.

Given how successful the combination of these policies proved to be in stabilising output growth, the case for a change in the framework for conducting monetary policy would not seem obvious. Yet, going beyond what might seem obvious, other considerations must also be taken into account.

14.4.3 Arguments for change

For analytical purposes, four separate problems are identified below, although, in reality, they interact to put the economy on an unwelcome dynamic path. Firstly, with a monetary policy focused solely on price stability, the endemic procyclical characteristics of the financial system will meet with resistance during the upswing only to the extent they trigger inflationary pressures. Secondly, responding to the subsequent downturn through asymmetrically easier monetary policies, unless reversed promptly, can set the stage for a new set of imbalances. Thirdly, if positive supply-side shocks are also met by easier credit conditions, then policy might actually enhance those procyclical tendencies in the financial system. Finally, the pursuit of similar policies in successive financial cycles might, for an extended time, maintain output growth and price stability, but could also compound the underlying exposures. The case for change to the current system having been made, section 14.5 asks what an altered system might look like.

Limited monetary resistance as confidence mounts

The historical capacity of the financial system to generate credit and asset price excesses along with spending misalignments has been documented in section 14.3.2. This evidence must, however, be set against the contention that such problems are transitional rather than endemic. In fact, problems of

this nature have been observed for centuries under all kinds of monetary regimes. Most importantly, they were commonplace in systems that were not subject to changing regulation or to advancing financial technology. This is not to deny, of course, that such considerations can materially worsen a natural tendency towards irrational exuberance.³⁴ In sum, there is an endemic problem of occasional booms, followed by costly busts, which seems unlikely to go away.

Nevertheless, to date, there has been a marked unwillingness to tighten monetary policy in response, except to the degree seemingly warranted by the estimated direct effects on overt inflation. As noted above, the arguments commonly used are that bubbles in asset prices are hard to identify, and that 'pricking' the bubble would demand interest rates so high as to damage other, unaffected parts of the economy. Yet a convincing counterargument is that the indicators considered by policymakers should extend well beyond asset prices. Rather, it is the combination of rapid credit growth, rising asset prices and unusual (unsustainable) patterns in the composition of aggregate demand that should elicit a monetary response. The former two series point to the probability of a subsequent problem or crisis, while the latter two give some idea of the prospective associated costs should the problem materialise.³⁵ For example, an abnormally low rate of household saving (due say to inter-temporal optimising facilitated by modern financial markets) implies the need for future retrenchment, which could materially slow spending. Similarly, an abnormally high rate of corporate investment could imply unprofitable outcomes, with subsequent negative effects on the demand for both capital and labour.

A tightening of monetary policy in the face of a combination of these indicators would, at the very least, moderate the intensity of the upturn and, in turn, the subsequent damage. Moreover, the recognition that the monetary authority was likely to react in this way might also lead to changed behaviour on the part of economic agents. This could reduce the degree of inherent procyclicality in the system. While this might seem far-fetched, such a response would be very similar to that which followed the decision of central banks to pursue the objective of price stability. Expectations of inflation became much better anchored as a consequence, and the need for sharp policy responses much attenuated.

34 Cf. Andersen and White (1996).

35 Behind this interpretation is the concept of expected loss, which is the product of the probability of an event and the loss given such an event.

Asymmetric easing in the downturn

Reliance on aggressive monetary easing to reduce the costs of the bust phase also has a number of drawbacks. The first is that it might not work. Both Keynes and Hayek were aware of the limitations of monetary easing in the face of headwinds associated with the earlier period of misplaced confidence. Keynes' reflections on the 'liquidity trap', and the difficulties of 'pushing on a string', are well known. Hayek put his emphasis on what he saw as a paradox. If the underlying problem was a misallocation of real resources, due to the excessive creation of money and credit, it hardly seemed obvious that the preferred solution was still more credit and, potentially, still more imbalances. It is worth reflecting in this regard on the recent history of both Japan and the US. In the former case, unprecedented monetary easing did not suffice to reverse a fifteen-year long slowdown in growth. In the US, a similarly unprecedented easing of monetary (and fiscal) policy after 2001 succeeded in restoring growth, but the pace of economic recovery was still the slowest recorded in the post-war period.³⁶

The second potential drawback of aggressive monetary easing has to do with the effects on the composition and ownership of the capital stock. After a period of excessive investment, unprofitable capital should be shut down to allow a reasonable rate of return to competitors. However, as the Japanese experience clearly indicates, so-called 'zombie' companies can more easily receive evergreen finance from related banks, given low nominal interest rates, which can significantly impede this needed process. The end result might be that the time required for balance sheet adjustment (in particular, debt reduction) would be extended accordingly. Moreover, the opportunity provided for companies to borrow cheaply elsewhere, and amass large cash reserves, also implies a capacity to avoid bankruptcy, even if the underlying fundamentals might point strongly in that direction. Further, cheap financing facilitates mergers and acquisitions, even though the historical record implies that these are more likely to reduce value than to create it. Finally, sharply lower interest rates imply a transfer from creditors to debtors, which,

36 This experience of the influence of 'headwinds', arising from the earlier period of exuberance in the United States in the late 1990s, could also lead to a re-evaluation of the causes of the Great Depression in the 1930s. Perhaps, after all, it was not a simple case of policy misjudgment by the Federal Reserve, but the inevitable outcome of the earlier imbalances. Cf. Eichengreen and Mitchener (2003). The Southeast Asian crisis in the late 1990s provides another example of the limitations of easier monetary policies. Lower interest rates to stimulate the economy threatened to undermine the exchange rate and, in turn, led to higher long rates. Moreover, given the currency mismatch problem faced by many countries, currency depreciation was actually contractionary rather than expansionary.

over time, could result in a reduction in saving propensities and in the prospects for longer-term growth. In sum, if low interest rates are maintained for an extended period, they may or may not have the desired effect on aggregate demand, but they clearly have negative longer-term effects with respect to aggregate supply.

The third potential drawback concerns potential distortions in financial markets. First, the Japanese experience over the last five years shows how, given an extended period of very low interest rates, the interbank market can collapse, leaving the central bank exposed as the market-maker of last resort. Second, as seen more broadly in Asia in recent years, the ample availability of low-cost credit from dominant banks impedes the development of other forms of market financing. Over time, with financial markets seriously incomplete, this can reduce both financial efficiency and stability. Third, and pertaining more to well-developed financial markets, lower interest rates can enhance the 'search for yield'. This is particularly the case for financial institutions (such as insurance companies and defined benefit pension funds) that must hit predetermined hurdle rates. This both induces investors to purchase increasingly risky assets and to use increased leverage to raise rates of return on equity. Such behaviour becomes manifest in reductions in risk premiums on lower-rated paper and sovereigns and in the increased availability of low-cost finance to support venture capital investments and to purchase asset-backed securities. While this encourages aggregate spending and investment as desired, it could set the scene for another burst of credit-fuelled misallocations further down the line should certain sectors of the economy be particularly favourably affected (consider the technology, telecommunications and media sectors in the late 1990s and housing markets more recently).

A final drawback of the use of aggressively easy monetary policies in the aftermath of a boom is the eventual need to devise an 'exit' policy. On the one hand, this will be made more difficult to the degree the shortcomings just noted are in evidence. If valuations in asset markets look stretched, and if debt levels remain high, higher policy rates could have larger, and potentially more non-linear, effects than might otherwise be expected. Concerns of this nature presumably lay behind the 'measured tightening' carried out by the US Federal Reserve beginning in June 2004. On the other hand, the Japanese reliance on quantitative easing, in addition to very low interest rates, highlights a further complication as monetary authorities begin to tighten. Economic agents will more generally be aware of the extent to which banks have reserves well in excess of normal requirements, and could become increasingly concerned about their inflationary potential. This implies a deli-

cate balancing act for the monetary authorities, in which tightening must be slow enough to avoid destabilising financial markets, but fast enough not to destabilise inflationary expectations.

Positive supply-side shocks

One implication of positive supply-side shocks is that they call into question whether monetary policy should continue (in such circumstances) to pursue the near-term target of a low positive inflation rate. As discussed above, a benign deflation arising from positive supply-side shocks has different implications for the economy than a deflation with its roots in demand-side deficiencies. Analogous to the conventional wisdom that the first-round effect of negative price shocks should not elicit a monetary response, the same could be said for positive supply shocks. Moreover, recognising in the context of ongoing globalisation that these negative price shocks could go on for years, the effect on measured inflation might extend over a longer period than just a year or so. In the limit, this might even suggest that the target level itself should be adjusted downwards.³⁷ Note, in this regard, the sharp contrast with the suggestion normally made by those who voice concerns about deflation. Presumably reflecting the assumption of a possible ugly deflation, their recommendation has more commonly been that the target level for inflation should be raised to lower the likelihood that deflation might emerge inadvertently.

Failure to adjust the target downwards (whether explicitly or implicitly) in the face of positive supply shocks would result in lower policy rates than would otherwise be the case. This would bring with it the risk of aggravating the concerns about the effects of low interest rates noted just above. Paradoxically, taking out insurance against a benign deflation might over an extended period increase the probability of the process eventually culminating in a bad or even an ugly one. This likelihood would increase with the length of the period affected by positive supply shocks, and also with the number of successive times that policy leaned asymmetrically against the aftermath of the bursting of a bubble.

³⁷ In fact, there was an ongoing debate prior to World War II as to how best to ensure that increases in the marginal productivity of labour led to higher real wages. One view was that nominal wages should rise, while prices stayed constant. Others, however, argued that wages should stay constant, while prices should fall at the same rate as productivity was growing. Cf. Selgin (1997).

Cumulative effects given the conventional framework

Perhaps the strongest argument made above for maintaining the currently conventional way of conducting monetary policy is that it has been remarkably effective in many countries in producing sustained real growth along with low inflation. In the United States, for example, the expansion which started at the beginning of the 1980s was interrupted only briefly at the beginning of the 1990s, and then still more briefly around the turn of the century. Given the successive financial shocks to which the global economy has been subjected, there can be little doubt that the adroit use of monetary policy contributed materially to this outcome. The commensurate growth in the credibility of central bankers has also helped materially in anchoring inflationary expectations. However, it should be noted that positive supply shocks also played a role in keeping down inflation. This helped to avoid the normal post-war pattern in which monetary policy had to lean against rising inflation, often with the result that a recession followed. Moreover, with prices subdued, monetary policy could be used to good effect to resist successive threats to growth arising from financial disturbances.

This success admitted, whether growth will prove sustainable remains an open question. One possibility is that the cumulative monetary stimulation seen to date will eventually culminate in overt inflation. Recent sharp increases in energy and commodity prices could provide a foretaste of such an outcome. With the short-run Phillips curve now seemingly flatter than before, reversing any shift upwards in inflationary expectations might be costly and necessitate a more significant tightening of monetary policy than is currently expected.

Another effect of this cumulative stimulation has been an upward trend in household debt ratios in the US and in many other countries, accompanied by a downward trend in national savings rates, both to new historical records most recently. In China, by contrast, domestic investment has been drifting up and now stands at a record high proportion of GDP. Moreover, in global asset markets, many risk premiums have also descended to record lows even as house prices have risen to record highs. Global current account imbalances are also at unprecedented levels, with those countries having the largest external deficits generally exhibiting the largest internal imbalances as well. Should any or all of these series revert to their historical means, the sustainability of future global growth would also be open to question, perhaps leading to a deflationary rather than an inflationary outcome. To combine the two possibilities, the worst-case scenario would be inflationary pressures, leading to a sharp tightening of policy, which in turn

could precipitate a process of mean reversion in a number of markets simultaneously.

A further problem arising from the conventional approach is that, as imbalances accumulate over time, the capacity of monetary policy to deal with them could also become progressively reduced. A combination of raising rates less in booms than they are lowered in successive busts could eventually drive policy rates close to zero. Once at the zero lower bound, the Japanese experience indicates that the power of monetary policy to stimulate the economy is much reduced. Should the economy then turn down, with inflation initially at a very low level, the possibility then arises that a more disruptive form of deflation might emerge. Were that to happen, it has been suggested that an even more ‘unconventional’ monetary policy stance than that applied in Japan would be called for, with all its associated uncertainties.³⁸ That this was the end point to which the conventional way of conducting policy almost led us would in itself seem a powerful argument for further refining the basic framework.

14.5 What might an adapted policy framework look like?

The greater emphasis put by central banks in recent decades on achieving price stability has already implied a significant lengthening of the policy horizon. Whereas policies of fine-tuning had previously focused on the immediate effects of monetary policy on output and employment, attention then shifted to the subsequent effects on inflation over the following one or two years. In view of the arguments presented in this paper, this fundamental shift in orientation to longer-term effects would not be called into question. Indeed, they lead to the conclusion that the policy horizon should be longer still, sufficient to see the full effects on prices of financial imbalances accumulated over many years.

Perhaps the greatest change required in a new framework would be to ensure that it rested firmly on ‘minimaxing’ rather than maximising principles. Recognising the costs of cumulating financial imbalances, constraints would have to be put on policies designed solely to deal with today’s problems, given that they risked creating significantly larger problems in the future. Clearly it would not be easy to convince those affected by higher interest rates that tightening was required, not to resist inflation over the traditional horizon, but to avoid an undesirable disinflation over a still longer period. Given this likelihood, it would be all the more important to have an institutional

38 Cf. Bernanke (2002).

framework to encourage an appropriate policy response to the growth of perceived imbalances.³⁹

Ensuring such a response would require both the robust identification of serious imbalances and the provision of institutional incentives to encourage monetary policymakers to respond. Neither of these would be easily provided. As regards the first, research work currently underway on financial stability indicators needs to be extended. Moreover, it ought to be more widely appreciated that potential damage to the proper functioning of the financial system need not be the only source of concern. Over-extended corporate and household balance sheets can also be the source of significant headwinds, reducing economic growth to levels well below potential. Concerning the second, providing incentives to policymakers, they should publicly express their intention to respond to emerging financial imbalances, even if this occasionally leads to an undershooting of near-term inflation targets. Indeed, there could be merit in understandings which shifted the burden of proof, so that policymakers had to explain publicly why they chose not to respond to what others might see as a dangerous build-up of such imbalances. To gain both government and broad public support for such an altered approach, an educational effort would clearly be required to convince people of the merits of the arguments for change set out above.

Following on these arguments, an altered framework for conducting monetary policy would demonstrate more symmetry over the credit cycle. There would be greater resistance to upswings. This in turn would obviate the need for asymmetric easing in the subsequent downturn and the problems arising from holding policy rates at very low levels for sustained periods. One important effect of more symmetric policies is that they would also serve to prevent financial imbalances from cumulating over time. This would then free the authorities' hands to respond appropriately to the upward phase of any given credit cycle, since there would be less fear of precipitating a crisis. In this way, a virtuous rather than a vicious circle might be more firmly established.

39 Cf. White (2005a). This too has a pre-war flavour. Lucas (1977, p. 8), notes: "The effort to 'explain business cycles' had been directed at identifying institutional sources of instability, with the hope that, once understood, these sources could be removed or their influence mitigated by appropriate institutional changes [...]. The abandonment of the effort to explain business cycles accompanied a belief that policy could effect immediate, or very short-term, movement of the economy from an undesirable current state, however arrived at, to a better state."

Turning broad statements of principle into practice constitutes another challenge with many facets. It is easy to identify impediments to change, but not so easy to see how they might be removed. That said, there are a number of suggestions that have already been made as to how policymakers might move forward.⁴⁰ Whether such actions will be taken will depend very much on the depth of the conviction that there is a problem that needs fixing. One hopes that it will not require a disorderly unwinding of current excesses to prove convincingly that we have indeed been on a dangerous path.

40 For a more focused and detailed consideration of these very practical issues, cf. Borio (2003); White (2004b, 2005a).

References

- Andersen, P., and W. R. White (1996), *The Macroeconomic Effects of Financial Sector Reforms: An Overview of Industrial Countries*, OECD Proceedings: Macroeconomic Policies and Structural Reform, Paris: OECD, pp. 59–104.
- Bernanke, B. S. (2002), *Deflation: Making Sure “It” Doesn’t Happen Here*, Remarks before the National Economists Club, Washington, DC, 21 November.
- BIS (1999), *69th Annual Report*, Basel: Bank for International Settlements.
- BIS (2003), *73rd Annual Report*, Basel: Bank for International Settlements.
- Blinder, A. (1988), The fall and rise of Keynesian economics, *Economic Record*, 64 (189), December, pp. 278–294.
- Blinder, A. (1999), *Central Banking in Theory and Practice*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Bordo, M. D., and B. Eichengreen (2000), Is the crisis problem growing more severe?, Paper presented at the Sveriges Riksbank conference on Asset Prices and Monetary Policy, Stockholm, June.
- Bordo, M. D., and A. Filardo (2005), Deflation in a historical perspective, Paper presented at the BIS conference on Understanding Low Inflation and Deflation, *BIS Working Papers*, 186, Basel: Bank for International Settlements.
- Borio, C. E. V. (2003), Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?, *BIS Working Papers*, 128, Basel: Bank for International Settlements.
- Borio, C. E. V., and A. Filardo (2004), Looking back at the international deflation record, *North American Journal of Economics and Finance*, 15, pp. 287–311. Also available in an expanded version as: Back to the future? Assessing the deflation record, *BIS Working Papers*, 152, Basel: Bank for International Settlements.
- Borio, C. E. V., and A. Filardo (2006), Globalisation and inflation: new cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation, *BIS Working Papers*, forthcoming, Basel: Bank for International Settlements.
- Borio, C. E. V., C. Furfine and P. Lowe (2001), Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options, *BIS Working Papers*, 1, Basel: Bank for International Settlements, pp. 1–57.
- Borio, C. E. V., and W. White (2004), Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes, *BIS Working Papers*, 147, Basel: Bank for International Settlements.
- Cochran, J. P., and F. R. Glahe (1999), *The Hayek-Keynes Debate: Lessons for Current Business Cycle Research*, Lewiston, NY: Edwin Mellen Press.
- Dhyne, E., L. Álvarez, H. Le Bihan, G. Veronese, D. Dias, J. Hoffmann, N. Jonker, P. Lünne-
mann, F. Rumler and J. Vilmunen (2005), Price setting in the euro area: some stylized facts from individual consumer price data, *ECB Working Paper Series*, 524, Frankfurt am Main: European Central Bank.
- Eichengreen, B., and K. Mitchener (2003), The Great Depression as a credit boom gone wrong, *BIS Working Papers*, 137, Basel: Bank for International Settlements.
- European Central Bank (2005), Asset price bubbles and monetary policy, *ECB Monthly Bulletin*, April, pp. 47–60.
- Friedman, M. (1968), The role of monetary policy, *American Economic Review*, 58 (1), pp. 1–17.
- Galati, G., and W. R. Melick (2006), The evolving inflation process: an overview, *BIS Working Papers*, 196, Basel: Bank for International Settlements.

- Hayek, F. A. (1974), *A Discussion with Friedrich Hayek*, Washington, DC: American Enterprise Institute.
- Hayek, F. A. (1975), Full Employment at any Price, *IEA Occasional Paper*, 45, London: The Institute of Economic Affairs.
- Hicks, J. (1967), *Critical Essays in Monetary Theory*, Oxford: Clarendon Press.
- Issing, O. (2004), The ECB and the euro – the first five years, *IEA Occasional Paper*, 134, London: The Institute of Economic Affairs.
- Keynes, J. M. (1920), *The Economic Consequences of the Peace*, London: Macmillan.
- Laidler, D. (1999), *Fabricating the Keynesian Revolution: Studies of the Inter-War Literature on Money, the Cycle, and Unemployment*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Leijonhufvud, A. (1968), *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes: A Study in Monetary Theory*, New York: Oxford University Press.
- Lucas, R. E. (1977), Understanding business cycles, in: Stabilization of the domestic and international economy, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, pp. 7–29.
- Phelps, E. (1968), Money-wage dynamics and labor-market equilibrium, *Journal of Political Economy*, 76 (4/2), pp. 678–711.
- Romer, C., and D. Romer (2002), The evolution of economic understanding and postwar stabilization policy, *NBER Working Paper Series*, 9274.
- Selgin, G. (1997), Less than zero: the case for a falling price in a growing economy, *IEA, Hobart Papers*, 132, London: The Institute of Economic Affairs.
- Summers, L. (1991), The scientific illusion in empirical macroeconomics, *Scandinavian Journal of Economics*, 93 (2), pp. 129–148.
- White, W. R. (2002), Changing views on how best to conduct monetary policy, Speech held at the Central Bank Governors' Club Meeting, Nafplio, Greece, BIS Speeches, 18 October, <http://www.bis.org/speeches/sp021018.htm>.
- White, W. R. (2004a), Are changes in financial structure extending safety nets?, *BIS Working Papers*, 145, Basel: Bank for International Settlements.
- White, W. R. (2004b), Making macroprudential concerns operational, in: *Proceedings of the Symposium on Financial Stability Policy – Challenges in the Asian Era*, Held by De Nederlandsche Bank, Amsterdam, 25–26 October, pp. 47–62.
- White, W. R. (2005a), Procyclicality in the financial system: do we need a new macrofinancial stabilization framework?, *Kiel Economic Policy Paper*, 2, September.
- White, W. R. (2005b), Changes in productivity and competitiveness: impact on the international allocation of capital and global imbalances, in: *International Symposium: Productivity, Competitiveness and Globalisation*, 4 November, Paris: Banque de France, pp. 215–229.

15 Monetary policy under flexible exchange rates: an assessment¹

MANFRED J. M. NEUMANN

15.1 Introduction

Since the advent of floating in the early 1970s, we have learned that there is no ideal exchange rate system. The system of fixed rates does not deliver what its name promises if the economic policies of the home country or of major trading partners lack steadiness and consequently require larger adjustments of the exchange rate parity at infrequent intervals. Moreover, if the policy aims of the key currency country differ too much from its own, the home country's monetary policy may easily come under strain for having to adjust to either too expansionary a monetary policy, as under the late Bretton Woods system (1944–1973), or too austere a policy course as in the European Monetary System (EMS) (1979–1998).

The collapse of the Bretton Woods system provided the central banks of industrialised countries with an additional degree of freedom by no longer having to target closely the nominal exchange rate vis-à-vis the US dollar. The extra degree of freedom a free float offers to the home country is the potency of controlling domestic money creation. This is the dominant characteristic that made and continues to make flexible exchange rates attractive to central bankers. However, along with this potency goes the burden of responsibility for securing domestic price stability. As a consequence, monetary policy needs to be anchored credibly under floating by some kind of targeting of either money growth or inflation.

The short-run volatility of real exchange rates is higher under floating, and monetary policy is a contributing factor. A long-standing issue in this respect is whether exchange rates react excessively to policy shocks, overshooting the long-run equilibrium. Besides the typical characteristic of short-run volatility, real exchange rates have also shown larger swings over the medium term, tempting governments and central banks to try to manipulate exchange rates by direct intervention in foreign exchange markets. The high times of intervention were the late 1970s and the 1980s, when not only European countries and Japan took recourse to intervention, but even the United States

1 I would like to thank Ulrich Kohli and the participants of a workshop in Gerzensee for useful comments on an earlier draft.

became active and negotiated a pact of cooperation, the Plaza-Louvre accords. A general conclusion from those experiences is that floating has proven to be a preferable exchange rate arrangement for large countries in which monetary policy is primarily focused on maintaining price level stability, rather than on steadying the business cycle. As regards the long-term prospects of international exchange rate systems, finally, floating is likely to remain the dominant arrangement among the major industrialised countries. Small currencies, belonging to regional clubs, will tend to merge with neighbouring currencies, while the resulting joint currencies will float. A worldwide system of fixed exchange rates à la Bretton Woods is unlikely to be repeated, because it would require hegemonic leadership. Neither the United States nor Europe, not to mention China, would be able to secure that position.

15.2 The promises of floating

From a macroeconomic point of view, the principal promise of floating is that monetary policy can be used autonomously to stabilise the path of the price level as well as the economy. From a microeconomic point of view, a principal disadvantage is a higher short-run exchange rate risk, hence higher transaction costs.

In his famous ‘Case for flexible exchange rates’, Milton Friedman argued that flexible rates work as shock absorbers.² A negative foreign demand shock, for example, will hit domestic output with reduced force due to the partial price adjustment generated by an induced fall of the domestic currency’s exchange rate. The flexibility of the exchange rate substitutes for missing short-run flexibility of the price level. The higher the degree of short-run price or wage stickiness in an economy, the more valuable the exchange rate flexibility. In the alternative case of a fixed rate, the negative output and employment effect of an adverse foreign demand shock is larger and stays longer, resulting from an insufficient price adjustment plus an enforced deflationary move of the central bank, induced by the obligation of pegging the exchange rate. It is not only that monetary policy is not available for stabilisation, but that it may become procyclical. With fixed exchange rates, the burden of macroeconomic stabilisation is thus to be carried by fiscal policy. Unfortunately, due to legal and political constraints, fiscal policy is not well suited to fulfil this function, because it is a rather slow working instrument. Consequently, with respect to business cycle stabilisation, all depends on the working of the automatic fiscal stabilisers and on the gradual adjustment of wages and the

2 Friedman (1953).

price level. If external shocks were large or occurred in runs, the readjustment of the economy back to equilibrium may become a rather long, drawn-out process. As Bennett McCallum notes, flexible rates, by contrast, provide monetary policy with the ability of responding in a stabilising fashion.³ This is of value with respect to all shocks except for money demand shocks, which are accommodated automatically when the exchange rate is fixed. Note, however, that the availability of monetary policy for the purpose of short-run stabilisation is an advantage *in principle* that may not be of high value *in practice* given the limits to an adequate, timely observation of the shocks at work.

The stabilising properties and policy options of flexible exchange rates are restated by Maurice Obstfeld and Kenneth Rogoff, who analyse the optimal monetary policy response to productivity shocks within a micro-founded general equilibrium model of the open economy.⁴ One crucial characteristic is the degree of pass-through of exchange rate fluctuations into prices.⁵ The smaller it is, the less the economy is cushioned against external shocks and, consequently, the greater the potential for welfare gains from international policy cooperation. Note that the case for flexible exchange rates as shock absorbers becomes weaker if sector-specific shocks come into play. When firms producing the same type of goods – automobiles for example – are located in different countries and a shock moves the exchange rate, inefficiency arises because the exchange rate response changes the relative price between competing brands.⁶

The most important aspect of the autonomy of monetary policy provided by flexible exchange rates is the freedom to choose the expansion path for money, and hence ultimately for the price level and inflation. To most central bankers who aim at price stability, this is the decisive advantage of flexible over fixed rates. They take it for granted that price stability can be achieved if they enjoy a status of independence from government and faithfully do their job. Quite a few academic economists, however, are quick to give the price stability award to the regime of fixed rates, arguing that fixing the exchange rate “provides a credible nominal anchor for monetary policy”.⁷ Certainly, this is not a generally valid argument. A fixed rate forces the central bank to align its monetary expansion path to that of the key currency country and, in so doing, import that country’s inflation rate by and large. This means that

3 McCallum (1995).

4 Obstfeld and Rogoff (2000).

5 Corsetti and Pesenti (2001).

6 Tille (2002).

7 Frankel (1999).

domestic monetary policy is anchored by foreign monetary policy. However, such an arrangement will not guarantee price stability if the key currency country does not or cannot credibly commit to that objective. Put differently, if the key currency country is able to make a credible commitment, then any other country should essentially be able to do the same, although it may require changing domestic institutions and may take some time until credibility is achieved. There is thus no fundamental need to fix the exchange rate in order to anchor monetary policy credibly. Now, one might argue that a weak political constitution may hinder the authorities of a country in committing credibly to price stability, thereby making pegging to a stable key currency an attractive quick fix for the problem. Why should an exchange rate peg – that can be changed any day – be more credible?

The regime of floating is superior to exchange rate fixing, provided monetary policy is credibly anchored by the adoption of some variant of monetary or inflation targeting. An advantage of targeting money growth or inflation is that once the strategy is credibly established, it provides leeway for the short-run stabilisation of the business cycle. Nevertheless, depending on historical circumstances, it might be of advantage to a small country to anchor inflation expectations by pegging to a proven stable key currency instead of introducing a framework for inflation or money targeting of its own. A famous example was Austria's 'hard currency policy' of pegging the shilling to the German mark from 1980 to 1999 within an extremely small margin.

15.3 The switch to flexible rates in 1973

When many industrialised countries switched from fixing the exchange rate against the US dollar to floating in the early 1970s, this was not a voluntary decision derived from a comparative evaluation of alternative exchange rate systems. It was rather 'an act in self-defence' aimed at regaining the power of controlling the pace of money creation and, consequently, of the domestic price level.⁸

By early 1973 at the latest, European central bankers had come to the conclusion that the collapse of the fixed rates system of Bretton Woods could no longer be avoided. The system had been founded on the principle of gold convertibility for the dollar. By the mid-1960s, however, the total net liabilities of the United States vis-à-vis central banks had exceeded the value of its gold reserves, valued at the official price of 35 US dollars per ounce. The dollar became overvalued and needed to be devalued by an increase in the official

8 Emminger (1986).

gold price. Moreover, for various reasons – probably the most important one being the need to finance the Vietnam War – the fiscal and monetary stance of the United States became even more expansionary during the second half of the 1960s, accelerating the pace of international reserve creation by the US. As a result, speculative capital flows from the dollar into the currencies of Japan and Germany as well as other European currencies became virulent, creating intense pressure to appreciate vis-à-vis the dollar. Although, at the time, the US held “an extreme version” of its principle of “benign neglect”,⁹ it finally agreed that measures – such as the suspension of the dollar’s gold convertibility and the official devaluation of the dollar as part of the Smithsonian Agreement of December 1971 – had to be taken to avoid a long-lasting international crisis of confidence in the dollar. With hindsight, the main source of the dollar problem, i.e. the overly expansionary stance of US domestic policies, was not tackled. As a result, the final collapse of the Bretton Woods system could not be avoided. When this happened early in 1973 – the Swiss National Bank ceased intervention in support of the dollar as a temporary measure on 23 January, the Deutsche Bundesbank and other European central banks followed on 2 March – the switch to floating was accepted with mixed feelings by most central bankers. One of the few exceptions was Otmar Emminger who, in the late 1960s, had come to the conclusion that floating would eventually become unavoidable.

Floating had to be a managed one, of course; a clean float was good for textbooks. This became the accepted doctrine among central bankers. Which currencies floated the most? Table 15.1 provides information on the volatility of exchange rates for six major currencies of industrialised countries.¹⁰ Applying the methodology of Guillermo Calvo and Carmen Reinhart,¹¹ the unconditional probabilities that the monthly exchange rate changes exceed a given threshold are computed. The greater the probability of the monthly variation in the exchange rate (irrespective of its sign) exceeding 1 percent, the higher the degree of a currency’s floating.

Table 15.1 indicates that the four leading currencies – dollar, mark/euro, yen and sterling – floated independently, although not unmanaged; the computed probabilities are markedly below unity. Interestingly, no major change in the probabilities of larger exchange rate changes occurred between the

9 James (1996).

10 All data used in this study are taken from IMF (various years), with the exception of the data on central bank intervention, which were provided by the Federal Reserve and the Deutsche Bundesbank.

11 Calvo and Reinhart (2000).

Table 15.1
Exchange rate volatility

	Vis-à-vis			
	US dollar		German mark/euro	
	1973–1983	1984–2004	1973–1983	1984–2004
US dollar			0.71	0.75
German mark/euro	0.71	0.75		
Yen	0.66	0.68	0.69	0.73
Sterling	0.67	0.70	0.83	0.85
Canadian dollar	0.29	0.38	0.73	0.74
Swiss franc	0.71	0.75	0.51	0.30

Source: Footnote 10.

early period of high inflation (1973–1983) and the more recent period of low inflation (1984–2004). Table 15.1 also reveals that the Canadian dollar has mostly shadowed the US dollar; the probability of larger exchange rate changes vis-à-vis the dollar is less than half than vis-à-vis the mark/euro. Similarly and not unexpectedly, the Swiss franc appears to have floated with the mark/euro, all the more so since the mid-1980s.

15.4 Anchoring inflation expectations

15.4.1 *The nature of the problem*

In the absence of a binding exchange rate constraint, the monetary authorities are essentially free to choose any monetary expansion path, provided they are ready for the consequences with respect to inflation. Since private agents understand the problem that monetary policy lacks a nominal anchor under floating, excessive inflation expectations may build up if the authorities fail to provide credible guidance for expectations as regards their intentions and implementation procedures.

The need for a credible commitment of monetary policy to price stability is an issue beyond exchange rate management. Its essence is to anchor the inflation expectations of market participants at the preferred inflation level by credible policy behaviour. Monetary authorities that promise a monetary policy course aimed at maintaining price stability, but that take the liberty of deviating time and again from the announced path by letting money grow faster than is consistent with the official objective, cannot gain credibility. Rational market participants will monitor the policy implementation as

closely as possible in order to learn about the underlying true objective function and to exploit that knowledge in forming expectations about the future policy course. As a result, inflation expectations will not settle at the desired official level, but go beyond it, and this in turn will force rational authorities to validate the excessive expectations by a sufficiently high average level of money growth in order to avoid a recession being generated. The unfortunate equilibrium outcome of this rational policy game would be persistently higher inflation than desired.¹²

The principal solutions to this famous problem of time inconsistency are as follows:

1. Put the focus of monetary policy on the objective of maintaining price stability.
2. Do without an ambitious output or employment goal beyond the natural rate level.
3. Behave as announced.
4. Deviate only for the purpose of business stabilisation, preferably only in the rare cases where market participants would approve, i. e. in the case of a marked recession or a strong boom.
5. Be as transparent as possible with respect to aims, expectations and actions.

More specifically, where a long-standing policy record of persistently low inflation is missing, the adoption of an easy-to-monitor targeting rule may help to anchor inflation expectations and gain credibility. The essential condition is that the targeting rule be consistent with the authorities' true objective function.

15.4.2 Historical solutions

A look at selected historical examples of solving the nominal anchor problem after the advent of floating is instructive. In the mid-1970s, many central bankers understood that maintaining price stability required binding monetary policy by some rule. Apart from Milton Friedman's *k*-percent money rule, however, there was no easy-to-copy operational model available. Friedman's rule of constant money growth was politically too demanding, as it did not allow for any contingencies. Yet it served as an intellectual guide to the Bundesbank and the SNB.¹³ German and Swiss central bankers were convinced that curbing inflation required controlling money growth in an

¹² Barro and Gordon (1983).

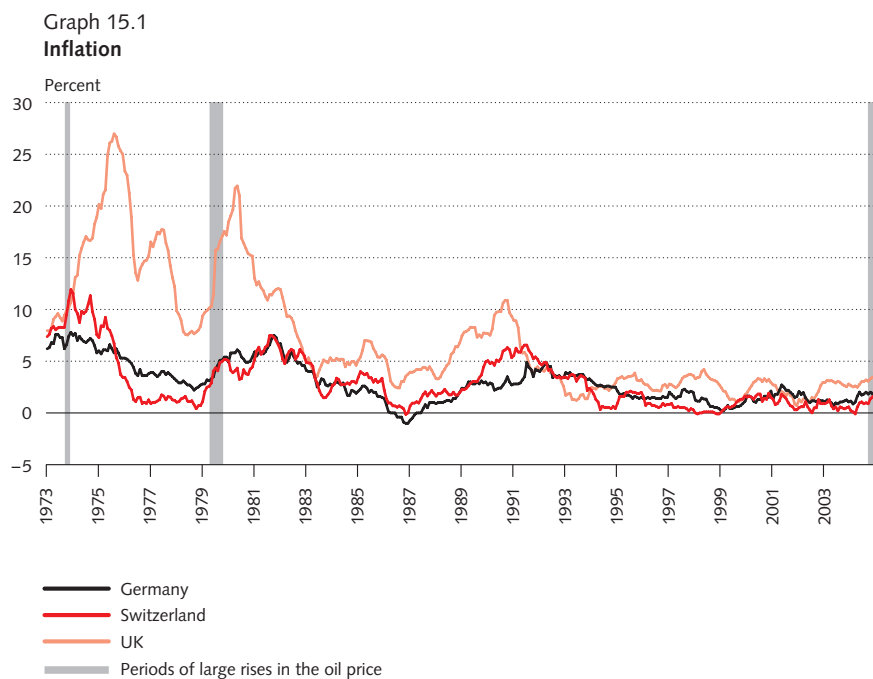
¹³ By mid-1970, the Bundesbank's Central Bank Council had already held a confidential debate on the desirability of Friedman's rule. Cf. Neumann (1999), p.300.

efficient and transparent fashion, and that this had become possible after the collapse of the tight exchange rate constraints of Bretton Woods. Consequently, both central banks settled for similar variants of public targeting of money growth and announced the first annual targets at the end of 1974. Unlike other central banks, such as the Bank of England, they were in a position to do so, because both banks had long enjoyed a status of independence from government. Nevertheless, both banks saw to it that their governments backed their approach to monetary targeting.

In the United Kingdom, by contrast, monetary policy was run by the government. All decisions were taken by the Treasury, while the Bank of England implemented them. Moreover, the monetary explanation of inflation was a minority view at the time. Predominant was the Keynesian notion that inflation was caused by cost-push factors, foremost by wage push.¹⁴ Consequently, during the second half of the 1970s, the British government relied predominantly on income policies, notably on wage-price controls, albeit without much success. Inflation rose steeply to about 20 percent in 1980, hence much higher than in the US. During the 1980s, several attempts were made to contain inflation with targets for public sector borrowing and money growth. However, these targets did not become yardsticks, let alone binding constraints, for actual policies; on the contrary, they were repeatedly downplayed. Hence, the financial markets did not pay much attention to them when forming inflation expectations. It took the shock of having to abandon the membership of the sterling in the European Exchange Rate Mechanism (ERM) in late 1992, after less than two years' participation, for the UK to fundamentally reform its monetary policymaking. The British government decided to solve the problem of a missing nominal anchor by adopting the approach of direct inflation targeting. Although the Bank of England remained a government-dependent institution until very recently, the approach has proven successful.

In comparison to Germany and Switzerland, the UK came almost two decades late in fixing the nominal anchor problem. The price it had to pay for that was a much higher and more volatile domestic inflation (cf. graph 15.1). British inflation averaged 9.9 percent over the 1973–1992 period, compared to 3.5 percent for Germany and 3.8 for Switzerland.

14 Nelson (2004); Nelson and Nikolov (2004). The UK establishment “seemed to believe that inflation was always and everywhere a real phenomenon”. Cf. King (2000).



Source: Footnote 10.

Monetary targeting at the Deutsche Bundesbank

When the Bundesbank announced a first annual target of 8 percent for the growth of the central bank money stock in late 1974, it declared that it intended to finance the growth of the economy in 1975 at a “declining rate of inflation” and that success would depend on whether its projection would be taken into consideration in wage and price decisions. The money target was intended “to act as a signpost”¹⁵ that would induce cost and price discipline.

From the beginning, the Bundesbank considered monetary targeting an experiment and, consequently, changed the details of the concept several times. For example, it started with a point target, then switched to an annual average target and settled finally with a target range for the average year-over-year growth rate in the fourth quarter of each year. As a rule, the target range was set at 3 percentage points, occasionally at 2 percentage points. Moreover, the target range was not considered absolutely binding; for example, serious overshooting happened in 1978 (by 3 percentage points) and 1992 (by 4

15 Schlesinger (1979).

percentage points). However, the Bundesbank was always careful to bring money growth back into the target range. It thus documented that it did not consider money targeting a game of empty numbers, but that it took it seriously. This added to its credibility.

Precisely because of its aim of providing guidance to inflation expectations, the Bundesbank explained to the public at the end of each year from which assumptions it derived the annual money target for the following year and used the quantity equation of money for that purpose. Over the first ten years of practice, each annual target was computed as the sum of the rate of 'unavoidable' price rises plus the expected growth of normal output and the expected change in capacity utilisation minus the expected change of velocity. The concept of an unavoidable price rise served to signal that the Bundesbank did not long for an overly ambitious low level of inflation for the short run; at the same time, this normative value was always set below the most recently observed actual inflation rate. This way, the intention was signalled to disinflate the economy gradually. When this had been achieved by the mid-1980s, the concept of unavoidable price rises was replaced by the medium-run inflation objective of 2 percent. This normative value was never changed thereafter and monetary targeting became medium-term oriented.

Summing up, the Bundesbank's approach to targeting money growth was intended to provide close guidance to inflation expectations from the start. This was achieved by explaining on an annual basis how the aim of maintaining price stability translated into an annual target for money growth; by giving hints as regards on what contingencies, such as larger exchange rate movements or unexpected changes of aggregate demand, the Bundesbank would steer money growth closer to the upper or the lower level of the target range; and, finally, by reviewing its success or failure as regards meeting the most recent annual target and providing reasoning on why that happened.

Monetary targeting at the Swiss National Bank

In parallel to the Bundesbank, the SNB announced its first money growth target of 6 percent for the M_1 money stock for 1975. During the first three years of targeting, the National Bank did not explain much about the derivation of the target value. Over time, the SNB became more open to the task of guiding inflation expectations by explaining in greater detail the derivation of its targets. However, it abstained from announcing target bands on the argument that a band would lead the public to expect that the SNB was able

to control money growth within a narrow margin.¹⁶ With hindsight, a decisive factor as regards being more transparent might have been the National Bank's unfortunate experience of 1978/1979, when monetary policy was subordinated to fighting a steep appreciation of the Swiss franc. In 1978, the SNB purchased dollars for more than 8 billion Swiss francs and sterilised no more than about 30 percent. As a result, the money target was overshoot by 11 percentage points. The dominance of exchange rate over monetary policy was officially underlined by an announced ceasing of monetary targeting for 1979 in favour of an exchange rate target vis-à-vis the German mark. This remained an episode, however.

The SNB resumed monetary targeting in 1980, replaced the target aggregate M_1 by the monetary base and, similar to the Bundesbank, experimented in various ways with its money targets during the following decades. There is no need to review the overall successful practice in detail here. Insightful historical accounts are provided by Georg Rich¹⁷ and Ernst Baltensperger (cf. chapter 11). Suffice it to say that the SNB switched from annual to medium-term targets of three to five years in the 1990s. The idea was to provide orientation as to which money growth trend rate appeared to be in line with the objective of keeping trend inflation at a level close to 1 percent and nevertheless securing the freedom for sufficient discretion in case of unexpected adverse movements of the exchange rate or the business cycle.

Summing up, the Swiss approach of providing a nominal anchor by means of monetary targeting has served its purpose quite well. This is all the more remarkable as the National Bank appears initially to have bothered somewhat less than the Bundesbank about precisely communicating, if not teaching, targets and the underlying assumptions to the public. The fact that the SNB has nevertheless been able to achieve an impressive stability record with respect to inflation over the past three decades can be taken as evidence that a willingness to take a firm monetary stance when necessary probably adds more to the credibility of a central bank than communicating everything in minute detail.

Inflation forecast targeting at the Bank of England

After the spectacular exit of the sterling from the ERM in the autumn of 1992, the British authorities decided that a framework for monetary policy was required; one that would serve as a nominal anchor and provide credibility

¹⁶ Schiltknecht (1983).

¹⁷ Rich (2003).

as regards the government's intention of keeping the objective of price stability the overriding objective. Following the example of other Anglo-Saxon countries, targeting was directed at the ultimate objective itself rather than money growth or some other intermediate variable. The essence of inflation targeting is as follows:

1. Choose a target range for the future rate of inflation.
2. Forecast inflation over the relevant period of monetary policy transmission.
3. Choose the current policy stance such that the forecasted rate of inflation does not stay outside the target range.

As a rule, inflation targeting is directed at a time horizon beyond one year; in the British case, two years. Technically speaking, solid forecasting of inflation is indispensable to successful policy making. Securing credibility, however, also involves convincing the public by means of extensive reporting that the current actions are appropriate to ensuring that future inflation will remain within the target range.

In contrast to practice in the euro area, the British inflation target, as well as the target range, is determined by the Treasury. The Bank of England is instrument-independent, rather than goal-independent. The mid-range target was initially set at 2.5 percent, applied to a retail price index. More recently, it was lowered to 2 percent based on a harmonised consumer price index. Also, there has been some experimenting with the target range. In the early 1990s, the range was set at 1–4 percent; then the range was abolished for several years, but in 2005, it was set at 1–3 percent.

Conclusion

The different monetary frameworks chosen by Germany, Switzerland and the United Kingdom to anchor inflation expectations under the conditions of floating have served their main purpose well. Trend inflation declined to the low normative levels desired and has been kept there in the three countries for more than a decade. From a short-run point of view, the details of targeting procedures make a difference, from a medium to long-term view they appear to matter a lot less once credibility has been secured. Like the Deutsche Bundesbank, the SNB had already enjoyed the reputation of taking the objective of price stability seriously before the 1973 switch to floating, and has been able to maintain that reputation by means of its strategy of targeting money, and more recently by paying more attention to a forecasted deviation of medium to long-run inflation from the inflation objective of 2 percent. For lack of a credible nominal anchor, the Bank of England had no such reputa-

tion when floating started, nor did it build one due to its government dependence. It had to wait until the British government was ready for it.

15.5 On the impact of monetary policy on exchange rates

Economists have developed various theories of how monetary policy is transmitted to the exchange rate, such as the purchasing power parity theory, the asset market theory, the portfolio balance theory or the full-blown Obstfeld macroeconomic model of a small open economy. Unfortunately, none of these theories lend themselves easily to a sufficiently precise empirical modelling that would allow reliable exchange rate forecasts and the corresponding impact of monetary policy to be derived. On the contrary, if the focus is put on policy-relevant time horizons of up to about nine months, no economic model is able to outperform the naïve random walk model, which implies that today's exchange rate is the best forecast for tomorrow. This disappointing early result by Richard Meese and Kenneth Rogoff has served as a challenge to develop small empirical models that are broadly in line with the theory of international macroeconomics, but without explicitly modelling all of its characteristics.¹⁸

A stylised fact of floating is that real exchange rates exhibit a markedly higher short-run volatility than under Bretton Woods, which is not just the reflection of a higher volatility of macroeconomic fundamentals, such as money supplies, gross domestic products or outstanding government debts. The question is whether this 'excess' volatility reflects an overshooting of the exchange rate in the short term over its long-run equilibrium. The notion of overshooting has become an established one since Rudiger Dornbusch proposed a compact theoretical model that combines the long-run assumption of purchasing power parity with the arbitrage theorem of uncovered interest parity, in other words the equivalence of the expected short-run change of the exchange rate with the short-term interest differential, home versus foreign rate.¹⁹ The model implies that an unpredicted move by the domestic central bank to a more restrictive stance of monetary policy, if expected to persist, would strongly appreciate the currency on the spot, and by more than is required in long-run equilibrium by purchasing power parity. As a result, the central bank would generate the expectation of a depreciation when it surprises the exchange market with a restrictive policy shock.

Dornbusch's theorem of overshooting requires that the adjustment of goods prices be hampered in the short run by some rigidity. This is a realistic

¹⁸ Meese and Rogoff (1983).

¹⁹ Dornbusch (1976).

assumption. As Jeffrey Frankel has shown with a more elaborate model, the phenomenon of overshooting implies a positive correlation between the real exchange rate and the real interest differential.²⁰ Using data from the 1970s for the dollar/mark rate, his estimates imply that overshooting is sizeable, amounting to approximately 20 percent of the long-run adjustment. Note, however, that the correlation between the real exchange rate and the real interest differential is not a strong one and varies quite significantly over time and currencies.²¹ This challenges the notion that overshooting is an important phenomenon.

Moreover, from the central banker's point of view, a temporary overshoot should be less of a problem if there were reason to assume that the total response of the exchange rate to a monetary policy shock were completed within a few weeks or at best months. Surprisingly, a series of empirical studies suggests that the response may stretch over years rather than months. For example, studying the post Bretton Woods period of 1973–1992 with a seven-variable structural vector autoregression (VAR) model, Martin Eichenbaum and Charles Evans find that the peak response to a US monetary policy shock shows up after two years in the dollar/mark rate and after almost three years in the dollar/sterling rate, while the total response takes five to six years.²² Similar results were reported in earlier studies.²³ By contrast, Richard Clarida and Jordi Gali find a less delayed exchange rate adjustment from a VAR model with three variables (relative inflation, relative output growth and the real exchange rate change).²⁴ Their estimates of the dollar/mark rate and the dollar/yen rate suggest that it takes three to four quarters until the nominal exchange rate peaks in response to a monetary policy shock, while the total response still stretches over three to four years. Similarly, Soyoung Kim and Nouriel Roubini find from estimates of a seven-variable VAR model that the peak response occurs after two to three quarters, while the total response runs up to four years.²⁵

On what grounds may it be plausible that the overshooting of the exchange rate does not show up as an immediate jump on impact, as the Dornbusch model implies, but takes time to rise to peak over several quarters? The latter outcome of empirical studies is difficult to accept, because by logical neces-

20 Frankel (1979).

21 Rogoff (2002).

22 Eichenbaum and Evans (1995).

23 Grilli and Roubini (1996).

24 Clarida and Gali (1994).

25 Kim and Roubini (2000).

sity, the overshoot of the exchange rate must be largest when the prices in the goods markets have not yet responded to a money or other shock, and this is possible in the shortest run only. Once the goods prices begin moving, the initial pressure on the exchange rate starts to decline. So far, nobody has come up with a convincing theoretical explanation of what the empirical literature reports.

Given that the empirical observations of long delays are extracted from the data by employing a specific methodology, it cannot be ruled out that they are artefacts. A crucial aspect of structural VAR models is the assumptions made as regards the recursive ordering of the empirical variables and the identification of the exogenous shocks, notably the monetary policy shocks. For example, in a study of six exchange rates over the sample period of 1974–1992, Kim and Roubini focus on a data vector which, in addition to four domestic variables (a short-term interest rate, a money stock, the consumer price index and industrial production), includes the world oil price, the Federal Reserve's federal funds rate and the dollar's exchange rate.²⁶ The authors assume a reaction function for money that precludes the central banks from responding to contemporaneous observations on production, prices and the federal funds rate. While an information delay of one month is the statistical norm with respect to production and prices, it is counterfactual to assume that central banks receive information about changes in the Federal Reserve's policy variable with any noticeable delay. As the authors themselves note, this assumption is unwarranted given the high speed of information dissemination about policy actions and financial sector events.

Generally speaking, it seems more appropriate to allow for some simultaneity in the estimation among the short-term interest rates, domestic and foreign, and the bilateral exchange rate. On the other hand, a loosening of the recursive ordering assumption comes at the cost of reduced identifiability. It is no longer possible to uniquely identify the innovations in the policy variable, hence the discretionary moves of monetary policy. Instead, one receives a range of empirical solutions that may then be searched by some method of inference. Jon Faust and John Rogers²⁷ have tried this, relying on an approach to inference developed by Faust.²⁸ They re-estimate the seven-variable VAR of Eichenbaum and Evans for the dollar/mark and the dollar/sterling exchange rates and allow for limited simultaneity among the financial variables.²⁹

26 Kim and Roubini (2000).

27 Faust and Rogers (2003).

28 Faust (1998).

29 Eichenbaum and Evans (1995).

Searching over the resulting wider range of admissible identifications, they find that, for both exchange rate variables, the Dornbusch hypothesis of an immediate jump-to-peak response cannot be rejected. This is an interesting, while certainly not strong, result given that the estimated admissible time horizons run up to three years.

Summing up, the empirical investigation of the contribution of monetary policy shocks to the short-run variability of nominal and real exchange rates has led to considerable differences in results, depending on the currencies and periods investigated. It seems that much less than half of the short-run volatility of exchange rates is attributable to monetary policies. In line with this, the overshooting of exchange rates does not appear to be a dominant phenomenon.

15.6 The temptation and burden of intervention

Although the breakdown of the Bretton Woods system was technically completed by discontinuing intervention in support of the dollar, this did not mean that the authorities of any major country were longing for a clean float. A number of countries of the European Community decided in 1973 to keep their bilateral exchange rates within narrow margins, but to float as a block against the dollar. The currency block became known as the 'mini snake' and formed the early nucleus of the EMS that started operations in 1979. As regards exchange rate relations vis-à-vis the dollar, the prevailing view was that floating would enable market forces to dissolve major misalignments and prevent the build-up of new ones. Infrequent intervention would nevertheless play a useful role as a convenient tool both in achieving 'orderly' market conditions, in other words less short-run fluctuation of exchange rates around medium-run trends, and in smoothing out 'excessive swings' of exchange rates over the medium term.

While it was generally acknowledged by central bankers, less so by politicians, that the more ambitious attempt at influencing long-run exchange market trends by non-sterilised intervention carried the danger of losing control over the money expansion trend, the temptation to try manipulating exchange rates vis-à-vis the dollar endured. Intervention thus remained on the agenda of the major central banks during the second half of the 1970s and cropped up time and again during the 1980s. Even the US authorities did not abstain completely, but contributed on several occasions to coordinated intervention, albeit mostly on a rather modest scale.

15.6.1 *Is intervention effective?*

Since the aim of intervening in foreign exchange markets is to achieve a predictable and lasting effect on the exchange rate, the effectiveness of intervention has been studied by many authors for major currencies, such as the German mark, the yen, the sterling or the Swiss franc. Key questions of the literature have been:

1. Does intervention have lasting effects even when it is sterilised by a domestic open market operation?
2. Are the effects to be attributed to an intervention-induced change in the relative international stock supply of bonds or rather to a signalling effect on the markets' expectations as regards future policy behaviour?
3. Does the size of the effect on the exchange rate depend on whether intervention is coordinated between central banks?

A cursory look at the collected evidence may be useful.

All forms of intervention change the central bank's stock of foreign assets, hence too the domestic stock supply of base money. This impacts on the exchange rate, the relative price of domestic versus foreign money. However, if the central bank immediately sterilises the purchase of foreign reserves by selling domestic bonds in equal amount in the open market, the stock of base money remains unchanged. In that case it requires a non-monetary channel to nevertheless achieve an impact on the exchange rate. Portfolio balance theory provides such a channel: given that the sterilised purchase of foreign currency raises the stock supply of domestic currency bonds as well as the stock demand for foreign currency bonds, the expected excess return on domestic currency assets will have to rise in order to establish a new portfolio equilibrium, and this comes about by a depreciation of the domestic currency. The portfolio balance effect of sterilised intervention on exchange rates has been studied extensively with data for different currencies, but the literature has been "summarily unsuccessful" in establishing a significant link between relative international bond supplies and a measure of exchange rate risk.³⁰

However, sterilised intervention may impact on the exchange rate via an information effect. The observation that a central bank intervenes might be taken by the forward-looking agents as a signal about the future course of monetary policy.³¹ Based on the innocuous assumption that central banks have inside information about their future policy course, they may use the actual intervention operations to signal that information to the market. The

³⁰ Lewis (1995).

³¹ Mussa (1981).

resulting adjustment of exchange rate expectations would immediately enforce a corresponding change in the exchange rate.

The signalling hypothesis has been tested in various studies, mostly with weekly, daily or even intraday data on intervention in the mark/dollar, yen/dollar or Swiss franc/dollar markets. Hali Edison provides an overview of the early literature.³² For example, Kathryn Dominguez reports that intervention conducted by the Federal Reserve during the time interval between the first monthly announcement about the level of the money stock and the revised final announcement helps to predict money supply surprises, albeit only for periods where the credibility of the Federal Reserve is high.³³ She and Jeffrey Frankel estimate a portfolio balance equation supplemented by a non-rational exchange rate expectations equation.³⁴ They find that intervention affects the exchange rate; more importantly, they appear to come up with evidence in support of the signalling hypothesis. Using survey data as expectations proxy, they show that information about intervention operations improves exchange rate predictions. However, they also find that official announcements that are not backed by intervention appear to have at least as strong an effect. Moreover, as Karen Lewis notes, the survey measures are non-rational; hence it remains an open question whether interventions actually serve as signals about future monetary policy.³⁵ Other studies of the signalling hypothesis have investigated whether the effect of intervention on the exchange rate lasts over time, which is the case if the time unit studied is hours or days, rather than months. For example, Richard Payne and Paolo Vitale study sterilised intraday intervention operations by the SNB and find that the exchange rate effect is persistent over a few hours.³⁶ Similarly, Rasmus Fatum and Michael Hutchinson observe for the Bank of Japan that intervention is effective over an interval of two to five days.³⁷ While interesting, these studies do not provide a test of a signalling of future policy changes by means of intervention. A more straightforward approach to testing the signalling hypothesis is to check whether intervention is followed by corresponding changes in monetary policy. For example, Michael Klein and Eric Rosengren study the Federal Reserve's discount rate policy and conclude that intervention operations did not precede changes in the discount rate.³⁸

32 Edison (1993).

33 Dominguez (1992).

34 Dominguez and Frankel (1993).

35 Lewis (1995).

36 Payne and Vitale (2002).

37 Fatum and Hutchinson (2006).

38 Klein and Rosengren (1991).

In sum, the evidence in support of the signalling hypothesis is inconclusive at best. Recall that the hypothesis had been invented in order to rationalise why sterilised intervention might be effective.³⁹ But what is so special about sterilised intervention in foreign exchange markets that makes such operations unique carriers of information about intended future changes of monetary policy? In principle, a sterilisation of loans to the banking sector by open market sales of domestic bonds should serve that purpose equally well.⁴⁰ More importantly, most central banks kept their intervention operations strictly confidential throughout the 1970s and 1980s, the SNB being an exception.⁴¹ Had those central banks intended signalling future monetary policy by intervening in the foreign exchange markets, they would have intervened openly. However, in the early 1980s, most central bankers believed that secrecy as regards the timing and the size of intervention operations was indispensable. The main arguments were:

1. Intervention would achieve larger and longer-lasting effects on the exchange rate if market participants got the impression that a desired move of the exchange rate had been brought about by market forces, rather than by central bank action.
2. Publishing the data with little lag could encourage the build-up of adverse expectations as regards the viability of the declared monetary policy course.

In conclusion, the signalling hypothesis is a misleading interpretation of reality. In fact, there is no need for it because, as a rule, intervention is neither immediately nor completely sterilised if abstracted from the sterilisation routine of the Federal Reserve. For most central banks, intervention starts non-sterilised. Some time elapses between intervention and consecutive sterilisation, from minutes to hours and days to months, and the realised degree of sterilisation neither equals 100 percent nor any other fixed percentage, but is likely to vary over time, depending on the specifics of the actual state of the policy path. True, several empirical studies of the 1980s concluded that central banks do indeed sterilise intervention to a high degree.⁴² However, for lack of intervention data, most studies were based on the observed monthly changes in the central banks' international reserves as a proxy for intervention.

39 Bordo and Schwartz (1991).

40 Obstfeld (1990).

41 For example, when receiving the Bundesbank's intervention data to investigate the Bundesbank's reaction function (Neumann, 1984), the author had to assure that he would not publish them. This has changed.

42 Edison (1993).

Unfortunately, international reserves are a bad proxy, because they change for several other reasons, too, such as interest accrual, commercial transactions for the government and valuation effects from marking to the market. Also, the monthly time unit is too long if intervention is carried during the first few days, while counter operations in the domestic market follow two weeks later. Thus the results of those studies cannot shed decisive light on the actual degree of simultaneous sterilisation.

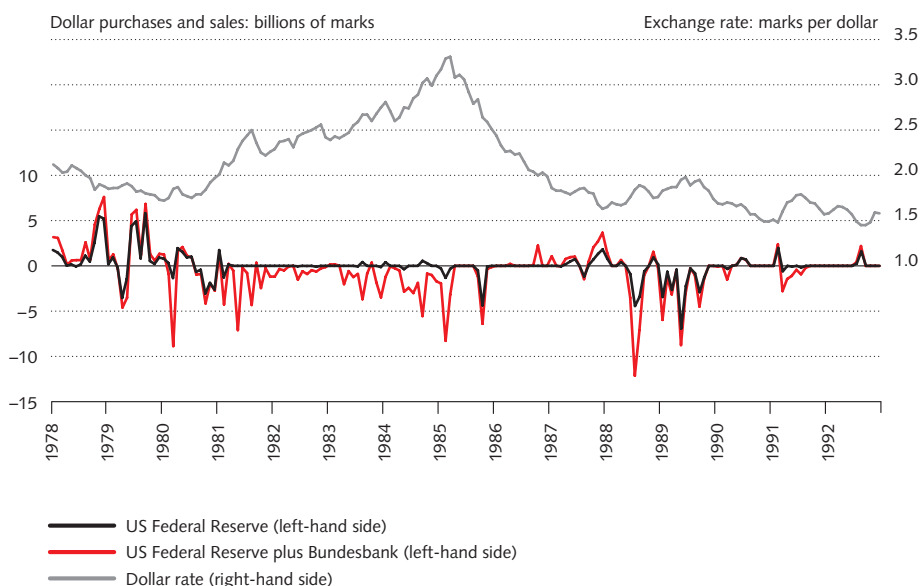
It seems fair to conclude that the accumulated evidence on the effectiveness of sterilised intervention as regards the impact on exchange rates is not conclusive. While it cannot flatly be denied that intervention impacts on the exchange rate, the effects appear to be very small and rather short-lived.

15.6.2 Two major episodes

Under a regime of floating, central bankers are tempted to cap larger exchange rate swings by intervention, notably real appreciation, if only to pacify domestic export industries. Two aspects are noteworthy here. First, since the exchange rate is the relative price of two currencies, to 'lean against the wind' of domestic appreciation is to lean against the wind of foreign depreciation. Consequently, the repeated attempt at manipulating the exchange rate by intervention, rather than by changing the speed of domestic money creation can hardly be conducted without the principal consent of foreign authorities if political tensions are to be avoided. This may explain the heated international debate about exchange rates, interest rates, public debt and inflation that took place during the first two decades of floating. Second, in order to be able to control domestic money creation, central banks must make provisions for a sufficiently large sterilisation capacity in their balance sheets, since the attempt to smooth the exchange rate might lead to intervention flows that are too large in comparison to the desired level of money growth. For that reason, the Bundesbank raised the share of its total domestic assets from 39 percent in 1970 to 56 percent by 1980; similarly, although on a lower scale, the SNB raised the share of its domestic assets from 4 percent in 1970 to 11 percent by 1980, and 30 percent in 2005 (cf. chapters 8.1.3 and 4.6.5).

The high times of relatively frequent and large intervention were the 1970s and 1980s. Since then, most industrialised countries have abstained from larger operations. Exceptions have been the Bank of Japan, struggling to avoid deflation, and the member central banks of the EMS in the run up to monetary union. The dominant markets for intervention in support of or against the dollar were the mark/dollar and yen/dollar markets. The focus here will

Graph 15.2
Interventions in the mark/dollar market



Source: Footnote 10.

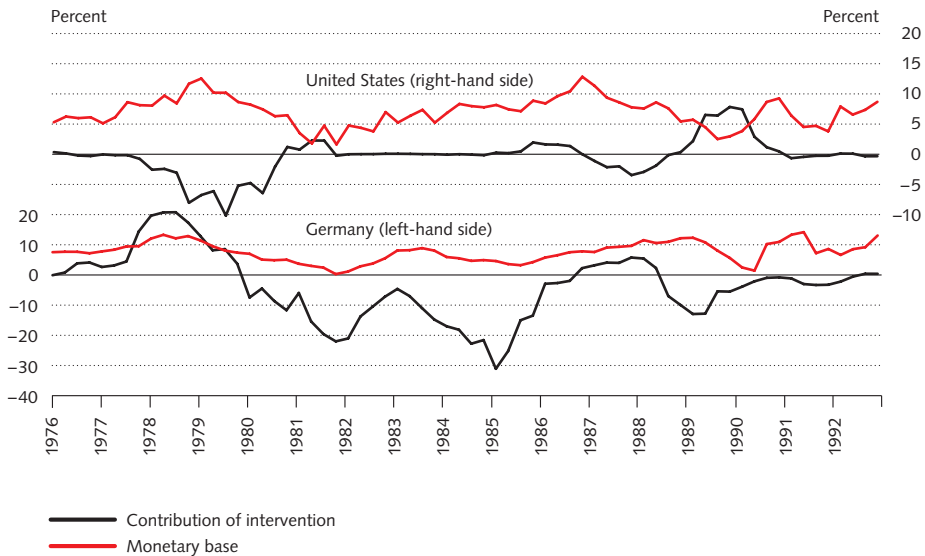
be on the mark/dollar market, using the intervention data provided by the Federal Reserve and the Bundesbank. Graph 15.2 shows the movement of the dollar from 1978 through 1992 and the concurrent intervention purchases or sales by the Bundesbank and the Federal Reserve/Treasury.⁴³ The dollar exhibits a huge swing, up from 1.72 German marks in early 1980 to 3.31 marks in March 1984 and down again to 1.45 in the autumn of 1992. Intervention took place quite frequently during those fifteen years, albeit on a modest scale for much of the time. There are two major episodes: 1977–1979 and 1985–1989.

15.6.3 The big US inflation: 1977–1979

After the oil-price-induced world recession of 1974/1975, the US government had not reduced its expansionary fiscal stance, but continued to run high budget deficits, accommodated by the Federal Reserve. The monetary base growth rose from 4 percent in 1975 to 12 percent in late 1978. In addition, the oil price more than doubled in 1979/1980. As a result, the US rate of

43 Note that similar to Japan, the authority as regards intervention lies with the US Treasury, while the Federal Reserve is responsible for the implementation.

Graph 15.3
Contribution of intervention to monetary base growth



Source: Footnote 10.

inflation that had declined to 5 percent by the end of 1976 started to rise again steeply, to 6.8 percent one year later, to 9 percent two years later and, finally, to the peak of 14.6 percent in March 1980, the highest rate since World War II. This huge wave of inflation generated a dramatic loss of confidence in the dollar, starting in 1977. Within just a few quarters, the effective exchange rate of the dollar fell by 20 percent, and this was reflected by a similarly strong appreciation of the mark and the yen, while the Swiss franc was pushed up by more than 30 percent. All major central banks, including the Federal Reserve, reacted by intervening heavily in support of the dollar. Their joint interventions totalled 26 billion dollars in 1977 and 50 billion in 1978. Eventually, the US authorities backed the attempt at slowing the fall of the dollar by setting up a stabilisation programme in late 1978, and the Federal Reserve changed to a pronounced restrictive monetary policy course, driving up the federal funds rate from 10 percent at the turn of the year 1978/1979 to a peak of 17.6 percent in April 1980.

How strongly the Federal Reserve intervened can be seen in graph 15.3. The black line indicates the percentage contribution of total intervention to base money creation. Buying dollars contributes negatively to the Federal Reserve's base money growth. By mid-1979, this restrictive contribution amounted to 10 percent of the monetary base, but was swamped by an even

stronger expansion of the Federal Reserve's purchase of government bonds. Hence the monetary base grew at a rate of 10 to 12 percent. The Federal Reserve's monetary policy was thus not aligned to the US Treasury's exchange rate policy – as though the exchange rate had nothing to do with the evolution of the fundamental factor base money.

Note that the US authorities responded rather late to the demands for energetic stabilisation measures by European countries and Japan. In concertation with other central banks, the Bundesbank had already begun to drive up its scale of intervention in support of the dollar in late 1977. The contribution of German intervention to base money growth rose to 21 percent during 1978, exceeding base money growth by 8 percentage points (cf. graph 15.3). Although sterilisation was achieved on a larger scale, there is no doubt that the Bundesbank and other European central banks would have followed a much less expansionary course in the absence of the attempt to stem dollar devaluation. The large overshooting of the monetary targets for 1978 – Bundesbank by 3.5 percent, SNB by 11 percent – is evidence that monetary policy in Europe was subordinate to exchange rate policy. Eventually, in early 1979, the European central banks adopted a more restrictive stance. This came too late, however, with respect to the central banks' overriding objective of maintaining price stability. Another wave of inflation had been fuelled for too long by money expansion, driving inflation from a low of 0.4 percent in Switzerland and 2.2 percent in Germany in the autumn of 1978 to a peak of 7.5 percent two years later in both countries.

15.6.4 The Plaza-Louvre experience: 1985–1989

The lesson of the late 1970s was that the decline of the dollar could not be halted, even though the central banks of industrialised countries intervened on a massive scale. Thus when the dollar turned around towards steep appreciation in late 1980, a common scepticism among academics and to some extent among central bankers was that intervention is an ineffective tool in the sense that it cannot be used to change the market trend.⁴⁴ There were differences in attitude among policymakers, however. The US authorities blatantly adopted a position of benign neglect: if the Europeans felt that the dollar was becoming too strong and intervention could be used to fight its appreciation, it was up to them to take action. The German position, by contrast, was that the large non-accommodated budget deficits, created by the first Reagan administration, were the heart of the problem, driving up US

44 Dominguez and Frankel (1993).

interest rates and the dollar. According to this view, a fiscal correction would have been required in the US. Intervention against the dollar, meanwhile, was believed to achieve nothing in terms of undoing the dollar's overvaluation; at best it could mitigate the path of dollar appreciation. In fact, the frequent dollar sales by the Bundesbank during 1984, totalling 22 billion German marks, appeared to have no sizeable effect on the exchange rate.

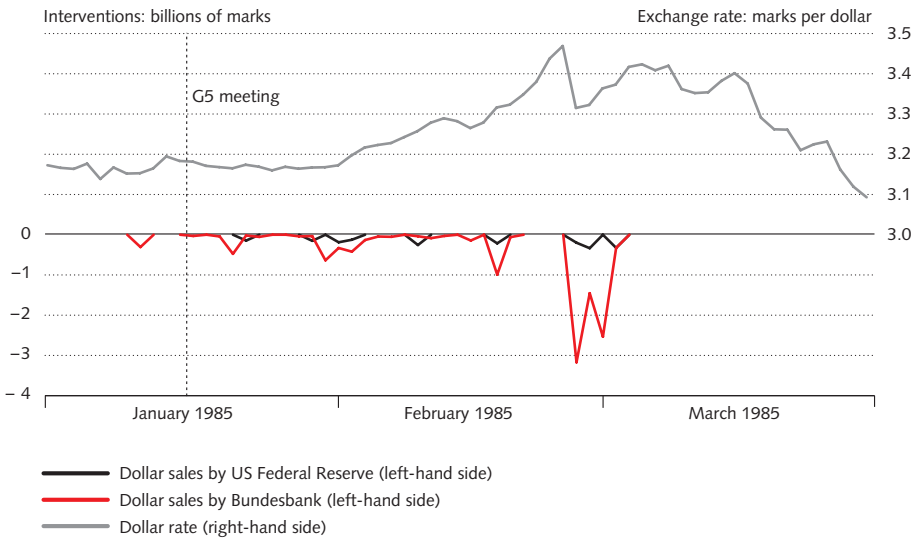
After several years of international political debate about the adequacy of the US macroeconomic policy course and the country's rising current account deficit, the US authorities changed position in late 1984 and decided to try international policy coordination, first and foremost intervention in exchange markets. At a meeting of the Group of Five (G5) in January 1985, it agreed "to undertake coordinated intervention in the markets as necessary".⁴⁵ The Bundesbank started to sell dollars, totalling 1.64 billion marks in January, with occasional symbolic support from the Federal Reserve. Initially, there was no visible response; the daily exchange rate moved narrowly between 3.16 and 3.18 marks per dollar (cf. graph 15.4). In February, the dollar began to rise again, climbing to 3.28 by mid-month and finally jumping in a few steps to the peak of 3.4690 on 26 February, the highest rate since 1971. The next day, the Bundesbank threw dollars worth 3.17 billion marks onto the market, the largest daily sale ever, and the Federal Reserve added 0.2 billion. The dollar fell immediately and sizeably by 0.155 marks to 3.32. Intervention continued for another three days, with the Bundesbank selling dollars equal to 1.44 billion per day and the Federal Reserve, 0.23 billion. Nevertheless, the dollar began to rise again, and after intervention ended on 4 March, the dollar jumped to 3.42 marks. This did not last, however. A few days later, the dollar began to fall steeply, arriving at 3.09 marks by the end of the month.

It required the famous G5 meeting of 22 September 1985 in New York's Plaza Hotel to achieve a serious commitment from the US as regards intervention on a larger scale.⁴⁶ At that time, the dollar was already down to 2.88 marks, hence by almost 20 percent. By then, however, the German commitment to intervention had begun to fade. The roles were thus reversed: the US and Japanese authorities sold dollars heavily for about a month, while the

45 Funabashi (1988).

46 In the conclusions of the meeting it was said: "The ministers of Finance and Central Bank Governors agreed that exchange rates should play a role in adjusting external imbalances. [...] They believe [...] that in view of the present and the prospective changes in fundamentals, some further orderly appreciation of the main non-dollar currencies against the dollar is desirable. They stand ready to cooperate more closely to encourage this when to do so would be helpful." Cf. Funabashi (1988), p. 263.

Graph 15.4
Intervention before Plaza Agreement

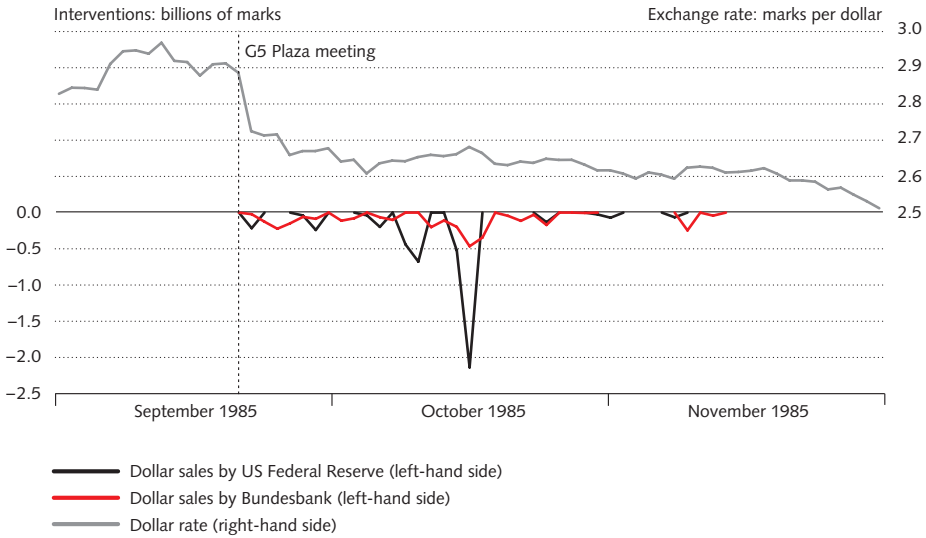


Source: Footnote 10.

Bundesbank operated on a very modest scale (cf. graph 15.5). Nevertheless, the mood among German and Japanese policymakers changed quickly, when the decline of the dollar continued through 1986. Concerns regarding competitiveness were raised, and it was argued that the dollar devaluation had become too large. Intervention was thus turned around, from selling to buying dollars (cf. graph 15.2). The dollar continued to slide, however, falling to 2.0 marks by year-end. This led the governments to make another attempt at negotiating macroeconomic cooperation among the G5. The result was the Louvre Accord of February 1987.

The Louvre Accord called for more balanced global growth, meaning again less fiscal expansion in the US, but more in Europe and Japan, as well as for a stabilisation of the exchange rates at the levels reached. A three-year interval of international exchange rate management began. To keep the dollar from sliding further, the Federal Reserve initiated a gradual tightening of its monetary stance and the central banks began buying dollars on a larger scale. Initially, the dollar moved sideways – until mid-1987 – but declined again by summer, reaching the historical low of 1.63 marks after the stock market crash of October 1987. In response to the crash, monetary policy was turned more expansionary everywhere, by means of lower interest rates until year-end. After the turn of the year 1987/1988, however, the Federal Reserve started

Graph 15.5
Intervention after Plaza Agreement



Source: Footnote 10.

driving up the federal funds rate from 6.6 to 8.8 percent a year later, with the aim of dampening the booming economy. The short-term interest differential in favour of the US rose from 3.6 to 4 percent. As a result, the dollar turned around to steep appreciation. In line with the Louvre Accord, the central banks followed suit, reverting interventions from buying to selling dollars. This was continued on a diminishing scale until early 1990. Thereafter, interest in coordinated intervention as a means of ‘managing’ the external value of the dollar waned in the US as well as in Europe, because the experience gained in the 1987–1989 period was not particularly encouraging.

Summing up, the Plaza-Louvre experience became famous among central bankers and academics as an attempt at achieving closer fiscal and monetary policy coordination between the US, Europe and Japan. With hindsight, coordination of intervention activity was the most important aspect, presumably because it is easier to agree to limited actions than to change the macroeconomic stance. On the whole, the governments’ repeated promises to adjust fiscal policies were only partially met. Monetary policies moved somewhat closer together in Europe, although less so across the Atlantic. Yet it should be noted that, unlike the dramatic experience of 1977–1979, the intervention operations conducted under the Plaza-Louvre regime did not seriously endanger the course of monetary policy in any country.

A different question is whether the secular decline of the dollar was actually engineered by these operations. According to Craig Hakkio, the G5 agreements had zero impact, given that the speed of the dollar's decline was about the same before and after the Plaza Agreement.⁴⁷ Note, however, that Hakkio neglects the fact mentioned above that the dollar rate had turned around to a steep decline in March 1985; hence, after the first G5 announcement of coordinated intervention and the start of large-scale operations.

15.7 On the long-run prospects of flexible exchange rates

Since the turn of the century, the number of currencies in the world has been reduced by the introduction of the euro, which replaced the German mark and eleven other European currencies that had been linked to the mark through the EMS since the late 1970s. Due to the recent enlargement of the European Union (EU), another thirteen European currencies that already peg more or less closely to the euro are likely to join over the course of the next two decades. Nor will this be the end of the story, given that another four countries are currently negotiating EU membership. At the same time, on the other side of the Atlantic, several Latin American countries appear to be considering the option of dollarisation; an attractive alternative to the traditional form of pegging to the US dollar. Thus it may be tempting to speculate about a long-run trend of currency mergers that could one day even lead to a unified worldwide regime, where the world is left with only a single currency. This grand vision has been put forward by Robert Mundell, presumably as an intellectual provocation.⁴⁸ He envisages a stable 'international dollar', managed by a G3 open market committee designated by the Board of Governors of the International Monetary Fund, that would generate a considerable increase in trade, productivity and financial integration, and would hence contribute to worldwide economic growth and the well-being of each country. Whether Mundell's 'ideal solution' to the exchange rate problem will ever become reality need not concern us from today's point of view. More relevant is the assessment of whether long-run trends may emerge that invite smaller countries to link their currencies more closely to each other as an initial step on the long road towards creating regional currency unions. It is useful to start by discussing the relations between the three largest currency areas, the G3.

From a political perspective, a major advantage of flexible exchange rates is that no government needs to tie its hands as regards the conduct of monetary

47 Hakkio (1992).

48 Mundell (2003).

and fiscal policies by explicit international agreement on rules of conduct for macroeconomic cooperation. In fact, if the problem of a reliable internal commitment to permanently low inflation is solved by a suitable institutional solution, such as money or inflation targeting, not much more can be gained from linking one currency to another. On the contrary, if productivity trends differ or change substantially, the economic repercussions, including wage and price level effects, could be buffered much more easily by the automatic exchange rate adjustment in markets than by a renegotiation of official exchange rate parities and agreed policy rules. While international policy cooperation can, in principle, lead to better macroeconomic outcomes for the countries involved, due to the consideration of international spillover effects,⁴⁹ the gains from such cooperation are likely to be small. If countries rely on rule-based monetary policy at home, as increasingly seems to be the case, and international asset markets become deeper and more refined, the difference between the outcomes of cooperative and Nash monetary rule setting will shrink and probably become negligible in comparison to the gains from a purely inward-looking policy. This has been demonstrated by Obstfeld and Rogoff in simulations of the new open economy macroeconomics model.⁵⁰

Given the large structural differences between the United States, Europe and Japan, it seems unlikely that these big countries will wish to consider closer policy coordination in the foreseeable future, not to mention an institutionalised solution.⁵¹ Certainly, another Bretton Woods is most unlikely to happen, given that none of the G3 countries would be accepted by the other two as the hegemonic country that is permitted to produce the key currency. While the United States is still the largest economy and the dollar remains the dominant transaction currency, Europe and Japan have learned the lesson that the key currency country might be tempted to finance its fiscal expansion by money creation and, in so doing, generate inflationary pressure in all currency areas that are linked by exchange rate parities or targets. This happened in a dramatic fashion in the late 1960s and early 1970s on a large and increasing scale, and brought about the demise of the Bretton Woods exchange rate system. Interestingly, contrary to the famous dictum that history never repeats itself, the United States runs a current account deficit of about 6 percent of the gross domestic product (GDP) and this is again largely financed

49 Persson and Tabellini (1995).

50 Obstfeld and Rogoff (2000).

51 Crockett (2003).

by central banks (2005). The recent strong rise in the dollar reserves held by Asian central banks that peg to the dollar appears dangerous. Nouriel Roubini and Brad Setser estimate that the Asian central banks contribute about 80 percent to the US deficit finance.⁵² Like the first one, this 'Bretton Woods 2' is in danger of collapse, because the Asian central banks, notably China's, will not be able to suppress the inflationary consequences forever.

While it is unlikely that the G3 will try a fixed rate system again, it cannot be completely ruled out that another attempt at short-lived coordinated intervention will be taken up at some future date, should a larger exchange rate misalignment develop. Given the unencouraging Plaza-Louvre experience of 1985–1987, however, this is not very likely. In any case, the proposal to establish clearly defined target zones for the major exchange rates,⁵³ as once hotly debated among academics, is unlikely to become an attractive arrangement for central bankers or politicians. The proposal is far too demanding. From an economic perspective, the main issue is to differentiate reliably with real-time data between the justified moves of the long-run equilibrium exchange rates and clouding short-run volatility that one would like to avoid. Nor is it obvious that the creation of a target zone would not give rise to destabilising speculation. From the politicians' point of view, the most important drawback of an institutionalised target zone is the requirement to commit to rules of diagnosis and burden sharing. The unsuccessful series of world economic summits that had been started in the mid-1970s can be taken as broad evidence that the governments of the largest industrialised countries will continue to shy away from having to accept a diagnosed distribution of necessary macroeconomic adjustment among partners and types of policies.

In sum, it seems that there is no case for an institutionalised move away from today's independent floating of the large currencies – the dollar, euro or yen. This does not mean, of course, that the United States, the European Union or Japan can be expected to go for an independent float at all times. Occasional non-lasting attempts at intervention cannot be ruled out. However, they are likely to remain rare events, given that the degree of openness is relatively low for all three economies. While it is high for individual member countries of the European Union (30–50 percent), it has come down to 14 percent for the euro area as a whole, due to the adoption of the common currency. This matches the degree of openness of the United States (13 percent) quite closely, although not Japan's (10 percent).

52 Roubini and Setser (2005).

53 Williamson and Miller (1987).

Today's largest currencies are likely to remain the largest for many years to come. It is to be acknowledged, however, that China's currency, the renminbi or yuan, has become more important in Southeast Asia since the mid-1990s and is likely to make considerable headway over the next ten to twenty years in catching up with the G3. While China's strength, as measured by GDP, is way behind that of Japan and even Germany, it is a fast-growing economy at a rate of about 10 percent. Moreover, China has developed over recent years into the largest export market for much of East and Southeast Asia, absorbing about 40 percent of the region's exports. Although China still relies on import and capital controls, it has taken up negotiations with the Association of Southeast Asian Nations (ASEAN) on a free trade zone to be started by 2010. China is thus well on its way to becoming a strong competitor to Japan as the dominant economic power in the Asian region. In the long run, this may invite the smaller Asian countries to switch the pegging of their currencies from the dollar to the renminbi, although this is only likely to happen when China's financial infrastructure and the economy at large are developed and liberalised enough to permit China to adopt a floating regime for its currency. How far away that is, is difficult to judge. At present, the renminbi is just a major Asian currency whose dollar value is still fully controlled by the authorities for fear of floating, notably at a level that secures a comfortable degree of undervaluation. Although China's central bank is accumulating foreign reserves on a large scale, its dollar reserves amounted to 40 percent of GDP in 2004, for the short to medium run at best, a one-time re-evaluation of the renminbi is conceivable.

As regards the likely evolution of exchange rate arrangements among the many other smaller countries, no clear signs of a definitive major change are yet visible, except that a tendency to form loose regional clubs is observable. The popular notion of a 'disappearing middle' maintains that an increasing number of countries replace the intermediate soft peg regime by a corner solution, a hard peg or a free independent float. However, given that these polar cases are rare,⁵⁴ the notion is only descriptive provided the alternative corner solutions are not sharply defined. For example, Stanley Fischer defines the group of floaters to include countries whose exchange rate system is officially labelled a managed float, and defines countries as hard pegs if they either run a currency board or share a currency with other countries.⁵⁵ Based on these definitions, he finds that the middle does indeed disappear for a

54 Calvo and Reinhart (2000).

55 Fischer (2001).

sample of 160 countries: the share of soft pegs has halved over the 1990s, falling from 62 to 34 percent. The share of floaters, in contrast, has doubled, up from 23 to 42 percent. The number of hard pegs has increased, too, albeit by much less. The evidence is thus in line with the notion of a disappearing middle. Note, however, that the conjecture becomes uninformative if the focus is put on the 22 largest developed market economies. True, nine of them that were qualified as soft pegs for a long time switched to the hard peg regime by joining the euro in 1999, while the rest of the group – nine managed floats and one hard peg (Hong Kong) – has not changed since the 1980s. Nevertheless, the European move from a national to a common currency does not simply reflect the economic reasoning underlying the ‘fear of floating’, but a more embracing political will to promote an increasingly rising economic and political integration over the medium to long run.

In contrast to European integration, regional clubs in other parts of the world – such as ASEAN (Brunei, Cambodia, Indonesia, Laos, Malaysia, Myanmar, Philippines, Singapore, Thailand, Vietnam), Mercosur (Argentina, Brazil, Paraguay, Uruguay, Venezuela) or the Andean Community (Bolivia, Colombia, Ecuador, Peru) – have not settled on the long road from a customs to a currency union. In fact, the dominant political interest in those regional clubs is still focused on the creation of a common trade area by removing tariffs and other regional trade barriers, rather than on paving the way towards deep economic integration or macroeconomic coordination, let alone currency union. At present, no firm prediction can be made for any of the regional groups mentioned that the process adopted will eventually lead to a treaty-based currency union. At the same time, loose *de facto* currency unions exist in the broad sense that quite a number of small currencies are firmly pegged to the dollar and a few to the euro. Nevertheless, it seems that, over time, the globalisation process, the worldwide liberalisation of trade and capital flows, will gradually change the focus of most countries towards striving for deeper integration with neighbouring countries. This means, for the long run, that the number of currencies is likely to shrink, giving way to a small number of regional currency unions. Floating will then become the dominant exchange rate system, because floating provides the regional clubs with the freedom to keep differences with respect to political and economic preferences.

References

- Barro, R. J., and D. B. Gordon (1983), Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy, *Journal of Monetary Economics*, 12 (1), pp. 101–121.
- Bordo, M. D., and A. J. Schwartz (1991), What has foreign exchange market intervention since the Plaza Agreement achieved?, *Open Economies Review*, 2 (1), pp. 39–64.
- Calvo, G. A., and C. M. Reinhart (2000), Fear of floating, *NBER Working Paper Series*, 7993.
- Clarida, R., and J. Gali (1994), Sources of real exchange rate fluctuations: how important are nominal shocks?, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 41, pp. 1–56.
- Corsetti, G., and P. Pesenti (2001), International dimensions of optimal monetary policy, *NBER Working Paper Series*, 8230.
- Crockett, A. (2003), Exchange rate regimes in theory and practice, in: P. Mizen (ed.), *Monetary History, Exchange Rates and Financial Markets*, Cheltenham: Elgar, pp. 96–122.
- Dominguez, K. M. (1992), *Exchange Rate Efficiency and the Behavior of International Asset Markets*, New York: Garland.
- Dominguez, K. M., and J. A. Frankel (1993), Foreign exchange intervention: an empirical assessment, in: J. A. Frankel, *On Exchange Rates*, Cambridge, MA: MIT Press, pp. 327–346.
- Dornbusch, R. (1976), Expectations and exchange rate dynamics, *Journal of Political Economy*, 84 (6), pp. 1161–1176.
- Edison, H. J. (1993), The effectiveness of central-bank intervention: a survey of the Literature after 1982, *Special Papers in International Economics*, 18, Princeton: Princeton University Press.
- Eichenbaum, M., and C. Evans (1995), Some empirical evidence on the effects of shocks to monetary policy on exchange rates, *Quarterly Journal of Economics*, 110 (4), pp. 975–1009.
- Emminger, O. (1986), *D-Mark, Dollar, Währungskrisen*, Stuttgart: Deutsche Verlagsanstalt.
- Fatum, R., and M. Hutchinson (2006), Effectiveness of official daily foreign exchange market intervention operations in Japan, *Journal of International Money and Finance*, 25 (2), pp. 199–219.
- Faust, J. (1998), The robustness of identified VAR conclusions about money, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 49, pp. 207–244.
- Faust, J., and J. H. Rogers (2003), Monetary policy's role in exchange rate behavior, *Journal of Monetary Economics*, 50 (7), pp. 1403–1424.
- Fischer, S. (2001), Exchange rate regimes: is the bipolar view correct?, *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2), pp. 3–24.
- Frankel, J. A. (1979), On the mark: a theory of floating exchange rates based on real interest differentials, *American Economic Review*, 69 (4), pp. 610–622.
- Frankel, J. A. (1999), No single currency regime is right for all countries or at all times, *Essays in International Finance*, 215, Princeton: Princeton University Press.
- Friedman, M. (1953), The case for flexible exchange rates, in: M. Friedman (ed.), *Essays in Positive Economics*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 157–203.
- Funabashi, Y. (1988), *Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre*, Washington, DC: Institute of International Economics, 2nd edition, 1989.
- Grilli, V., and N. Roubini (1996), Liquidity models in open economies: theory and empirical evidence, Papers and Proceedings of the Tenth Annual Congress of the European Economic Association, Prague, *European Economic Review*, 40 (3–5), pp. 847–859.

- Hakkio, C. S. (1992), Exchange-rate management and monetary-policy mismanagement: a study of Germany, Japan, United Kingdom, and United States after Plaza: a comment, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 36, pp. 93–104.
- IMF (various years), *International Financial Statistics*, Washington, DC: International Monetary Fund.
- James, H. (1996), *International Monetary Cooperation*, Washington, DC: International Monetary Fund.
- Kim, S., and N. Roubini (2000), Exchange rate anomalies in the industrial countries: a solution with a structural VAR approach, *Journal of Monetary Economics*, 45 (3), pp. 561–586.
- King, M. (2000), *Monetary policy: theory in practice*, Address to the American Economic Association and the American Finance Association (Boston), London: Bank of England.
- Klein, M. W., and E. Rosengren (1991), Foreign exchange intervention as a signal of monetary policy, *New England Economic Review*, May/June, pp. 39–50.
- Lewis, K. K. (1995), Puzzles in international financial markets, in: G. M. Grossman and K. Rogoff (eds.), *Handbook of International Economics*, 3, Amsterdam: Elsevier, pp. 1913–1971.
- McCallum, B. T. (1996), *International Monetary Economics*, Oxford: Oxford University Press.
- Meese, R. A., and K. Rogoff (1983), Empirical exchange rate models of the seventies: do they fit out of sample?, *Journal of International Economics*, 14 (1–2), pp. 3–24.
- Mundell, R. (2003), *The International Monetary System and the Case for a World Currency*, Leon Kozminski Academy of Entrepreneurship and Management (WSPiZ) and TIGER Distinguished Lectures Series, 12, Warsaw.
- Mussa, M. (1981), The role of official intervention, *Group of Thirty Occasional Paper*, 6, New York: Group of Thirty.
- Nelson, E. (2004), The great inflation of the seventies: what really happened?, *Federal Reserve Bank of St. Louis Working Papers*, 2004-001A.
- Nelson, E., and K. Nikolov (2004), Monetary policy and stagflation in the UK, *Journal of Money, Credit and Banking*, 36 (3), pp. 293–318.
- Neumann, M. J. M. (1984), Intervention in the mark/dollar market: the authorities' reaction function, *Journal of International Money and Finance*, 3 (2), pp. 223–240.
- Neumann, M. J. M. (1999), Monetary stability: threat and proven response, in: Deutsche Bundesbank (ed.), *Fifty Years of the Deutsche Mark: Central Bank and the Currency in Germany since 1948*, New York: Oxford University Press, pp. 269–306.
- Obstfeld, M. (1990), The effectiveness of foreign-exchange intervention: recent experiences: 1985–1988, in: W. H. Branson, J. A. Frenkel and M. Goldstein (eds.), *International Policy Coordination and Exchange Rate Fluctuations*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 197–237.
- Obstfeld, M., and K. Rogoff (2000), Do we really need a new international monetary compact?, *NBER Working Paper Series*, 7864.
- Payne, R., and P. Vitale (2003), A transaction level study of the effects of central bank intervention on exchange rates, *Journal of International Economics*, 61 (2), pp. 331–352.
- Persson, T., and G. Tabellini (1995), Double-edged incentives: institutions and policy coordination, in: G. Grossman and K. Rogoff (eds.), *Handbook of International Economics*, 3, Amsterdam: Elsevier, pp. 1973–2030.
- Rich, G. (2003), Swiss monetary targeting 1974–1996: the role of internal policy analysis, *ECB Working Paper Series*, 236, Frankfurt am Main: European Central Bank.

Rogoff, K. (2002), Dornbusch's overshooting model after twenty-five years, *IMF Staff Papers*, 49 (special issue), Washington, DC: International Monetary Fund, pp. 1–34.

Roubini, N., and B. Setser (2005), Will the Bretton Woods 2 unravel soon? The risk of a hard landing in 2005–2006, Paper presented at the symposium 'Revived Bretton Woods System: A New Paradigm for Asian Development?', Organised by the Federal Reserve Bank of San Francisco and UC Berkeley.

Schiltknecht, K. (1983), Switzerland: the pursuit of monetary objectives, in: P. Meek (ed.), *Central Bank Views on Monetary Targeting*, New York: Federal Reserve Bank of New York, pp. 72–79.

Schlesinger, H. (1979), Recent experiences with monetary policy in the Federal Republic of Germany, in: K. Brunner and M. J. M. Neumann (eds.), *Inflation, Unemployment and Monetary Control*, Berlin: Duncker & Humblott, pp. 303–320.

Tille, C. (2002), *How Valuable is Exchange Rate Flexibility? Optimal Monetary Policy under Sectoral Shocks*, New York: Federal Reserve Bank of New York, mimeo.

Williamson, J., and M. H. Miller (1987), Targets and indicators: a blueprint for the international coordination of economic policy, *Policy Analyses in International Economics*, 22, Washington, DC: Institute for International Economics.

16 Foreign exchange reserves – what for?

PETER B. KENEN

16.1 Introduction

Central banks hold reserves to safeguard the stability of the domestic currency. Few would dispute this simple statement. Nevertheless, its meaning has changed over time, and there are disagreements about it even now.

Under the nineteenth-century gold standard, stability was defined as a fixed gold value for a country's currency, although that fixed gold value also implied a fixed value of the currency in terms of foreign currencies that were likewise tied to gold. Furthermore, the misbehaviour of the country's own government was seen as the primary threat to the stability of the currency, and a firm link to gold was seen as a safeguard against such misbehaviour. When a country's currency was tied to gold, its government could not readily engage in profligate spending financed by printing paper money.

This view survives today. There are those who would like to abolish central banks and replace them with currency boards. They would thereby limit the stock of high-powered money – the sum of hand-to-hand currency and commercial bank reserves – to an amount that cannot exceed the stock of foreign exchange reserves held by the currency board. Most of the rest of us, however, adhere to a different notion of stability.

In most of the main industrialised countries and many developing countries, too, central banks seek to maintain price stability at the highest sustainable level of output. Hence, threats to stability defined that way can arise domestically, on account of real or monetary shocks, and they can also arise externally, because of shifts in trade flows or international capital movements. The role of reserves has therefore changed. They are available for use in limiting exchange rate changes that would otherwise occur due to foreign and domestic shocks and would themselves impair price stability or the level of economic activity.

The same point can be made by comparing the old and current roles of interest rate changes. Under the gold standard, central banks, especially the Bank of England, altered short-term interest rates to stabilise the gold stock. They raised them to stem gold losses, which might otherwise impair confidence in the fixed gold prices of their countries' currencies. Today, by contrast, changes in short-term interest rates are the main instrument of monetary policy used

to maintain price stability, and intervention in the foreign exchange market is the main instrument used to stabilise or influence the exchange rate.¹

When seeking to measure the adequacy of international reserves under arrangements prevailing today, it is therefore necessary to answer three questions:

1. How large are the domestic and foreign shocks that would, by themselves, affect the exchange rate?
2. What are the real economic costs of using other policies to limit the impact of those shocks?
3. How high are the pecuniary costs of holding reserves in order to limit exchange rate changes?

The answers to these questions have changed appreciably during the last half-century due to changes in the economic environment, including the dismantling of capital controls, which has led to a very large increase in the volume and volatility of international capital flows. There is, however, also a fourth question: What are the economic and political costs of adjusting the stock of reserves?

Much of the analytical literature reviewed later in this paper assumes implicitly that central banks and governments can optimise their reserve holdings. Yet the size of the stock of reserves held by a country is the by-product of its exchange rate policy, past and present, and it may be impossible to alter deliberately the stock of reserves without also altering exchange rate policy. To raise reserves deliberately, a country may have to reduce temporarily the foreign currency value of its country's currency; to reduce reserves deliberately, it may have to raise the value of its currency. A reduction in the external value of a country's currency can threaten price stability by raising the domestic prices of traded goods. An increase in the value of a country's currency can reduce output and profitability in the domestic industries producing traded goods.

It is worth noting, however, that econometric work on the demand for reserves has shown that countries do indeed adjust their actual reserves in the

1 The two instruments, however, are not wholly independent. When intervention is sterilised, it will affect interest rates directly; when it is unsterilised, it will alter the money supply and thus affect interest rates indirectly. Conversely, a change in interest rates will affect the exchange rate. Although the two instruments can still be viewed as being assigned to the two policy targets, they cannot be adjusted without due regard for the interdependence of their effects. It should also be noted that some central banks have used intervention in the foreign exchange market in lieu of open market operations in the money market. That was once true in the case of Switzerland, and it is still true in the case of Singapore. I am grateful to Ulrich Kohli for drawing my attention to the Swiss case; on the Singaporean case, cf., for example, Khor, Robinson and Lee (2004).

right direction; they tend to raise their actual reserves whenever they are below the ‘equilibrium’ amounts, and reduce them whenever they are above the ‘equilibrium’ amounts. Furthermore, they make these changes faster than one might expect if they were severely constrained by the economic costs of raising or reducing their actual reserves.²

16.2 The role played by changes in the monetary system

There are no immutable answers to the questions posed above, valid for all countries and all times. It is especially important to take account of the very large changes in the form and functioning of the international monetary system since the Second World War. The history of the system can be divided usefully into three sub-periods.

The first period began with the end of the War itself and lasted until 1971, when the existing system started to unravel – described below as the Bretton Woods era. The second period began with final collapse of the post-war system in 1973, when the major industrialised countries moved to floating exchange rates, and it can therefore be called the floating rate era. Although that second segment has not ended, it was followed by a third, which began with the Mexican balance of payments crisis of 1995, and can be referred to as the emerging market era. The first two eras differed hugely from one another in terms of the importance attached to exchange rate stability. The third differed from the second with regard to the importance of the role played by capital flows to the developing countries, because the volatility of these flows was the proximate cause of the balance of payments crises that were the chief feature of the third period.

16.2.1 *The Bretton Woods era*

Under the Bretton Woods Agreement of 1944, creating the International Monetary Fund (IMF), members of the Fund were required to maintain pegged exchange rates. A government could not alter its exchange rate unless, in the judgement of the Fund, it faced a ‘fundamental disequilibrium’ in its balance of payments. There were exchange rate changes, but they were fairly rare, and only one developed country, Canada, had a floating exchange rate for part of the twenty-five year period before the collapse of the Bretton Woods system. Furthermore, many countries, including some major industrialised nations, maintained capital controls, most notably restrictions on capital exports by their countries’ residents. Trade-related shocks were therefore the

2 Cf. Lizondo and Mathieson (1987), table 6.

focal point of research on the optimality of reserves. Although capital flows were not negligible, especially when countries ran large current account deficits, they were seen as aggravating balance of payments problems that resulted mainly from current account shocks.

A second feature of the Bretton Woods system deserves attention. It was asymmetric. One member of the IMF, the United States, remained on a limited form of the old gold standard. Its citizens could not buy gold from the US Treasury, but foreign official institutions were still free to do so. Furthermore, the United States ran balance of payments deficits through most of the Bretton Woods era. Although it had current account surpluses in the 1950s and early 1960s, they were smaller than the sum of its foreign aid and its growing exports of long-term capital. There was therefore a gradual deterioration in its net reserve position. Its reserve liabilities grew steadily, as many foreign countries accumulated dollars, while its own gold holdings fell, as foreign countries used some of their newly acquired dollars to buy US gold.

Some economists saw quite soon that this payment pattern was unsustainable; eventually, US reserve liabilities would exceed the US gold stock, provoking a run on the rest of its gold stock.³ Yet it ended sooner than the pessimists expected when, in the late 1960s, the costs of the Vietnam War and the failure of the Johnson administration to confront the economic consequences of these costs led to a sharp deterioration in the US current account balance and a large capital outflow. On 15 August 1971, President Nixon closed the gold window and imposed an import surcharge in a contentious but successful effort to engineer a devaluation of the US dollar. That was not the chief result, however. It was instead the end of the Bretton Woods era.

There was no longer a fixed link between the two main reserve assets – gold and the US dollar. Furthermore, the devaluation of the dollar was too small to eliminate the US payments deficit and thus led to another attempt. Early in 1973, the US Treasury tried to engineer a second devaluation of the dollar, but succeeded instead in producing a rapid move to floating rates – a result that many economists applauded, but was not what the US Treasury had intended to achieve.

16.2.2 The floating rate era

For most of the rest of the 1970s, the currencies of the major industrialised countries floated fairly freely. There was a short-lived effort by some European countries to stabilise their currencies, so as to float jointly vis-à-vis the

3 Cf. Triffin (1960); also Kenen (1960).

dollar, but that regime could not survive the economic turmoil that followed the sharp increase in oil prices in late 1973. Many developing countries, however, continued to peg their exchange rates, although some of them had to devalue their currencies to offset high inflation rates. It was therefore widely expected that the major industrialised countries would no longer want to accumulate reserves and might even start to shed them, but that did not happen. A thorough quantitative study of developed countries' demand function for reserves found that the results obtained for the first decade of the floating rate era (1973–1979) did not differ from the ones obtained for the final decade of the Bretton Woods era (1964–1972).⁴

A further change in the monetary system occurred in 1979, with the founding of the European Monetary System (EMS). This regime resembled the Bretton Woods system in that the participants' national currencies were tied together tightly, although they continued to float together against the currencies of non-members, most notably the US dollar. The EMS was meant to be more symmetrical than the Bretton Woods system, in that the obligation to maintain pegged exchange rates was shared between the country having the weak currency and the country having the strong currency. Yet it was far less symmetrical in practice than in principle. Whereas the US dollar had been chronically weak in the 1960s, allowing other countries to accumulate reserves, the German mark was chronically strong in the 1980s. As its strength reflected the Deutsche Bundesbank's commitment to price stability, the other members of the EMS were obliged to mimic German monetary policy so as to defend their own countries' currencies. Nevertheless, the German mark did not displace the US dollar as the principal reserve currency, although it did acquire a limited reserve currency role within the EMS itself.

There were exchange rate realignments in the EMS, and there was a major exchange rate crisis in 1992, which forced Italy and the United Kingdom to drop out of the EMS. The regime survived, however, by widening the bands in which its members' currencies were allowed to fluctuate. In fact, the survival and subsequent stability of the EMS helped to facilitate the transition to the European Monetary Union that came into being in 1999 and may itself presage a further change in the international monetary system – the emergence of the euro as a reserve currency that may compete increasingly with the US dollar.

4 Cf. Lizondo and Mathieson (1987), table 4, updating work by Frenkel (1983); and table 5, updating work by Bilson and Frenkel (1979). Cf. also the early paper by Suss (1976); she had expected to find that the shift to floating rates had caused the expected fall in the demand for reserves, but could find no discernable fall in demand.

Lest we forget, the 1980s were turbulent times for the developing countries. The Mexican debt crisis of 1982 spread quickly to other Latin American countries, and was not resolved until the end of the 1980s, when the crisis-stricken countries reduced their debts to foreign banks by issuing the so-called Brady bonds to buy back their debts at deep discounts.

16.2.3 The emerging market era

The end of the debt crisis of the 1980s was quickly followed by a new surge in lending to emerging market countries, but it took a different form – with the issuance of foreign currency bonds by those countries' governments, rather than new lending by foreign commercial banks. There was, of course, bank lending, too, especially to local banks in Thailand and Korea. These banks' debts to foreign banks played a major role in the currency crises of the late 1990s, when the foreign banks ceased to roll over their loans. As in 1982, Mexico was again the first emerging market country to run into trouble.

Capital flows to Mexico started to grow rapidly in the early 1990s, accounting for roughly one-fifth of the total net capital flow to the developing countries. As the capital inflow continued, however, it was offset increasingly by the growth of Mexico's current account deficit, and the country's problems were compounded by political shocks: a rebellion in the southern province of Chiapas and the assassination of the leading party's presidential candidate. Hence, Mexico finally had to be bailed out in early 1995 by a 50 billion US dollar package from the US Treasury and the IMF.

Two years later, in mid-1997, Thailand succumbed to a currency crisis. The end of a real estate boom led to the collapse of a large financial institution and triggered the withdrawal of the short-term loans to local banks that had been made by foreign banks. The crisis then spread rapidly, first to Thailand's neighbours in Southeast Asia, most notably Indonesia, and then northward to Korea. Crises followed elsewhere in other major countries – Brazil, Russia, Turkey and Argentina – as foreign investors reassessed those countries' prospects and the sustainability of their external debts.

This story has a sequel of particular importance to the main subject of this paper. Deeply dissatisfied with their treatment by the IMF and the nature and large number of policy conditions it attached to its assistance, the East Asian countries started to build up very large reserves so as to self-insure themselves against any future need to seek IMF financing. At the end of 1996, before the Asian crisis, Indonesia's foreign exchange reserves totalled 17.8 billion US dollars; by the end of 2003, they had doubled to 34.7 billion. Over the same period, Korea built up its reserves from 33.2 billion US dollars to 155.3 billion,

a fivefold increase. By taking full advantage – perhaps too much advantage – of their ready access to new forms of financing, the East Asian countries had exposed themselves to the volatility of investor sentiment, and had thus acquired a precautionary motive for holding very large reserves.

Yet something else was happening in Asia. China was not caught up in the Asian crisis, but also built up its reserves. Its holdings quadrupled between 1996 and 2003, rising from 105.0 billion US dollars to 403.2 billion, and they doubled again in the next two years. Part of this huge increase may have been precautionary, but part was surely the by-product of an exchange rate policy aimed at transforming the Chinese economy by fostering export-led growth. The very success of such a policy may strongly constrain any future attempt to run down reserves widely deemed to be excessive. The large appreciation of the renminbi sought by the US Treasury was strongly resisted, ostensibly because China's firms and financial institutions had first to learn to live with flexible exchange rates. However, the Chinese authorities also seemed to be worried about the impact of a large appreciation on the profitability of China's export industries and thus their future contribution to the further transformation of the Chinese economy.

16.3 A brief history of research on optimal reserves

Interest in the optimal level of reserves goes back to the early 1960s, although much of the early literature was concerned primarily with the sufficiency of global reserves and the viability of the gold-dollar standard, not with individual countries' holdings.⁵ Research on the latter, moreover, has focused on a handful of explanatory variables and has not taken much account of a possibility raised above – that a country's reserve holdings may be the by-product of policy objectives not fully represented by the rather small set of economic variables used in estimating the demand for reserves.⁶ Furthermore, an attempt to estimate a cross-country demand function must assume implicitly that the cross-country average of actual reserves is not very different from the cross-country average of optimal reserves. This assumption is not wholly implausible; there is some evidence, already cited, that countries having actual reserves appreciably different from the estimated level of their optimal reserves do indeed reduce that difference.

5 Cf. citations in Heller (1966), p. 296.

6 Analogous issues arise in the theoretical and empirical literature on the specification and estimation of the demand for money. Cf. survey by Goldfeld and Sichel (1990).

16.3.1 *The demand for reserves in the Bretton Woods era*

The first two studies of this sort appeared in the mid-1960s, during the Bretton Woods era. The first one used actual reserve data to calculate the mean, variance and persistence of the balance of payments shocks that each country had experienced.⁷ It then used those estimates to explain the cross-country distribution of actual reserves and wound up by extracting from that distribution a measure of each country's optimal reserves. It paid too little attention, however, to cross-country differences in the pecuniary costs of holding reserves, and it also ignored the real economic costs of dealing with balance of payments deficits by tightening domestic policies, rather than financing them by drawing down reserves.

The other study did not use econometric methods, but built a simple theoretical model to derive a formula defining the optimal stock of reserves for a particular country.⁸ That stock was deemed to depend on the probability distribution of the country's future surpluses and deficits, given its previous history, the pecuniary cost of holding reserves, and the real economic cost of ending a balance of payments deficit by resorting to output-reducing policies. The optimal level of reserves was thus defined as one that would balance the pecuniary cost of holding that stock of reserves against the real economic cost of ending a balance of payments deficit abruptly, once a run of deficits had depleted that stock of reserves. The model, however, rested on rather strong assumptions about the distribution of surpluses and deficits.

Subsequent quantitative studies were technically far better and more informative. Focusing on the results rather than methodological matters, there were two studies that dealt with the Bretton Woods era, but looked at different country groups. The first study distinguished between developed and developing countries, and it found appreciable differences between their demand functions.⁹ The functions did not differ greatly in the weights they attached to economic openness, measured by the ratio of imports to gross domestic product (GDP),¹⁰ but the developing countries' demand for reserves was found

7 Kenen and Yudin (1965).

8 Heller (1966).

9 Frenkel (1974), table 3.

10 In this and other early studies, the ratio of imports to GDP was used as a proxy for the marginal propensity to import, and it was therefore expected that a high ratio would reduce a country's demand for reserves, because a high marginal propensity to import would allow it to reduce its imports at low cost in lost output. In most studies, however, the ratio took on a positive regression coefficient. Therefore, the ratio of imports to GDP is now commonly viewed as a proxy for economic openness, not for the real economic cost of ending a balance of payments deficit.

to be less sensitive to the variability of the balance of payments – a finding that may reflect the fact that many developing countries were not yet committed to current account convertibility and could therefore impose import restrictions to deal with balance of payments problems. The second study looked only at developing countries, but distinguished between those that maintained fixed exchange rates and those that had more flexible rates.¹¹ It found that the latter held smaller reserves, as one might expect, and adjusted more rapidly to shocks. It also found that those with fixed exchange rates had demand functions for reserves resembling those of the developed countries, which likewise maintained fixed exchange rates during the Bretton Woods era.

16.3.2 The demand for reserves in the floating rate era

The advent of floating exchange rates in 1973 led some economists to predict that the demand for reserves would fall. Yet one of the first papers on the floating rate era contradicted that prediction.¹² Pooling data for 22 countries – mostly developed countries – its authors estimated a demand function for all of those countries together, in which the demand for reserves depended on the variability of each country's own balance of payments and on the pecuniary cost of holding reserves (represented by the interest rates on their countries' long-term bonds). They also allowed the constant term of the demand function to vary across time and found that it was higher in the first five years of the floating rate era than in the final decade of the Bretton Woods era. They therefore concluded, without extensive explanation, that the shift to floating rates had actually raised the demand for reserves, rather than reducing it.¹³

Another study, however, contradicted that conclusion.¹⁴ It estimated a demand equation combining data for the last part of the Bretton Woods era with data for the first part of the floating rate era, then compared predicted with actual reserves. In 1975 and 1976, the last years covered by the study, the

11 Edwards (1983); although published long after the Bretton Woods era, it dealt only with the latter half of that era.

12 Frenkel and Jovanovic (1981).

13 Flood and Marion (2002) re-estimated variants of the Frenkel-Jovanovic model with an important modification; instead of allowing the constant term of the demand equation to differ across countries, they used country fixed effects and found that these account for much of the cross-country variance explained by their equations. This was most striking when they used a different way to measure the volatility of the balance of payments, based not on the variability of reserves, but rather on the variability of interest rate differentials.

14 Heller and Khan (1978).

actual reserves of the industrialised countries, taken together, were far lower than predicted. In other words, the study found that the shift to floating rates had indeed reduced the demand for reserves,

There are two ways to reconcile these results. One can criticise both studies for using a single demand function to explain the demand for reserves under pegged and floating rates (or, more precisely, in the case of the first study, allowing the change in regime to influence only the constant term of the demand function). Alternatively, one can conclude that it takes a long time for central banks and governments to adapt to a major regime change, especially when this change reduces the need for reserves. Recall a point made at the beginning of this paper, which will come up again: there may be economic and political constraints on the ability of a central bank or government to run down redundant reserves.

16.3.3 The demand for reserves in the emerging market era

How did the events of the 1990s – the sudden revival of capital flows to emerging market countries and the subsequent currency crises – affect the demand for reserves by that group of countries? Did they ‘bank’ some of their capital inflows by building up reserves? Did the subsequent crises raise their demand for reserves as they sought to self-insure themselves against future crises? Or are there other reasons for the remarkable growth of reserves held by East Asian countries?

Early studies of the demand for reserves paid some attention to what is now commonly called the precautionary motive. These studies used the size of a country’s money supply or the size of its liabilities to foreigners as proxies for that motive. The size of the money supply was meant to allow for the risk of a run on the currency by the country’s own residents; the size of the country’s liabilities to foreigners was meant to allow for the risk of a run by its foreign creditors. The addition of these variables, however, did not greatly improve the explanatory power of the demand equations, and it sometimes tended to reduce the explanatory power of the other variables used in those equations.

Some recent papers, however, have been more successful in dealing with these matters. They have focused primarily on the developing countries that have the strongest reasons to hold large reserves for precautionary purposes – those that have experienced large capital inflows and thus have reason to regard some or all of their reserves as being borrowed, rather than being owned outright, and those that have suffered currency crises when capital inflows have ceased abruptly or been followed by capital outflows. Some such studies

have looked closely at the behaviour of a single country.¹⁵ Others have made cross-country comparisons. In both sorts of studies, the demand for reserves has been made to depend on the usual variables – those featured in earlier studies – but made also to depend on the risk or cost of default resulting from a ‘sudden stop’ or outright reversal of a large capital inflow.

One such study by the staff of the IMF used data for 1980–1996, before the Asian crisis, and included two measures of capital account vulnerability: financial openness and the ratio of broad money to GDP. While these were positively correlated with the countries’ reserve holdings, they did not have very much explanatory power. The staff therefore used a conventional demand function, one that made no explicit allowance for capital account vulnerability, to predict the future reserve holdings of the East Asian countries. The study then found that those countries’ actual reserves grew far faster than their predicted reserves after 2001, following the Asian crisis, irrespective of the countries’ exchange rate regimes. It also found that four-fifths of the increase in reserves in 2001 and 2002 reflected the East Asian countries’ current account surpluses, with only one-fifth being due to net capital inflows.¹⁶

Other recent studies have likewise looked at the behaviour of East Asian reserves, including a study that sought to discriminate between two hypotheses: that the growth of those countries’ reserves was in the main for precautionary purposes, a safeguard against future crises, or, alternatively, that it reflected a mercantilist motive of the sort described above – the attempt to promote economic growth by promoting exports. The point made by the IMF, that four-fifths of the increase in Asian reserves in 2001–2002 was due arithmetically to the Asian countries’ current account surpluses, does not resolve that issue. A country can decide to accumulate reserves for precautionary reasons, but can still choose to do that by running a current account surplus. Yet those who have tried analytically to discriminate between the two explanations for the build-up of reserves have not found compelling reasons for favouring the mercantilist explanation.¹⁷

There is another promising way to ask whether the advent of high capital mobility and the associated risk of capital account crises have raised the demand for reserves by emerging market countries. It is to exploit the results of research aimed at measuring the probability that a particular country will

15 Cf. Ben-Bassat and Gottlieb (1992) on Israel; and Aizenman, Lee and Rhee (2004) on Korea.

16 IMF (2003), chapter II.

17 Cf. Aizenman and Marion (2003) and Aizenman and Lee (2005); but García and Soto (2004) have found that China’s reserves are far larger than required for precautionary purposes.

face a capital account crisis,¹⁸ as well as the actual costs of default and the costs of income-smoothing under costly tax collection.¹⁹ However, much more empirical work is needed before the explanatory power of these recent efforts can be assessed.

16.4 Small similarities and large anomalies

This paper does not aim to offer new econometric work on cross-country differences in the demand for reserves. It is worth pausing briefly, however, to note some striking differences, including differences among the major industrialised countries.

16.4.1 Four simple correlations

Table 16.1 contains four sets of correlations obtained from reserve data for 2003. They cover the 79 countries that held more than 1.5 billion US dollars of foreign exchange reserves, including 21 industrialised countries and 58 developing countries, which in turn are divided between middle-income countries and low-income countries.²⁰ They shed light on four questions:

1. Do high-income countries hold larger reserves? There is a positive correlation between reserves per capita and GDP per capita, yet it is rather weak, especially when one allows for the built-in positive correlation due to using population to define both variables. Furthermore, it is only half as high for the whole set of countries as for the two main subsets, and, somewhat surprisingly, less than half as high for the middle-income developing countries as for the low-income countries. (Note, however, that the middle-income countries include Hong Kong and Singapore, which hold reserves per capita far larger than any industrialised country, let alone any developing country.)
2. Does economic openness make for larger reserve holdings? There is a fairly strong correlation between reserves per capita and the ratio of imports to GDP, the most commonly used measure of economic openness. Once again, however, there is an odd exception to this regularity – the low but negative correlation for the industrialised countries. This result, however, reflects the influence of three anomalies: Belgium and the Netherlands have very open economies, but fairly small reserves, while Japan has the

18 On this body of research, cf., for example, Berg et al. (1999); Goldstein, Kaminsky and Reinhart (2000).

19 For recent examples, cf. Aizenman and Marion (2003, 2004), and the country studies cited in footnote 15 above.

20 The countries and data are listed in table 16.3.

Table 16.1
Reserve correlations, 2003

Correlation	All countries	Industrialised countries	Developing countries	Middle income ¹	Low income ¹
Reserves per capita with GDP per capita	0.3845	0.7025	0.6896	0.2465	0.6337
Reserves per capita with ratio of imports to GDP	0.6538	-0.2147	0.7791	0.6992	0.4179
Ratio of reserves to imports with GDP per capita	-0.2653	0.5178	-0.1866	-0.1417	-0.1246
Ratio of reserves to banks' foreign liabilities with GDP per capita	-0.2402	0.2458	-0.2159	-0.2656	-0.2708

1 Upper and lower halves of developing countries ranked by income per capita.

Source: Table 16.3.

smallest ratio of imports to GDP, but one of the highest levels of reserves per capita.

- Does income per capita influence the ratio of reserves to imports? One would expect that to be true if it were also true that developing countries have large unexploited investment opportunities, as that would raise the opportunity cost of holding more reserves in order to buy protection against balance of payments crises. The developing countries, however, show no such relationship. The industrialised countries do display a positive correlation between the two variables, but it is not very high.
- Is there any evidence that countries with large liabilities to foreigners hold more reserves than other countries, so as to insure themselves against the potential volatility of those liabilities? Unfortunately, there is no comprehensive data set on the foreign liabilities of the 71 countries under study here, and the proxy used in table 16.1, the foreign liabilities of a country's banks, is not appropriate for the low-income developing countries. However, there is no significant correlation whatsoever on the last line of the table, not for any country group.

The four sets of correlations in table 16.1 raise more questions than they answer. One might want to ask, for instance, if countries with different exchange rate regimes have different holdings of reserves relative to imports or GDP, but one would also have to ask for how long each country had adhered to a particular exchange rate regime. One might also want to look at the

countries' recent histories – which ones have suffered balance of payments crises – and at more comprehensive measures of these countries' external debts (including their debts to the IMF, which should perhaps be deducted from their gross reserves).

There is another way, however, to answer these same questions. That is to look at some characteristics of the countries that held very large reserves in 2003.

16.4.2 The Swiss case as a benchmark

Switzerland held 45.6 billion US dollars of foreign exchange reserves at the end of 2003, more than any other industrialised country apart from Japan, and there were only eight other countries that held larger quantities (China, Korea, Hong Kong, Singapore, India, Russia, Mexico and Brazil). The list grows longer, however, if it includes how many countries had larger reserves relative to population, GDP or imports, even when the list is limited to the developed countries and the middle-income developing countries having populations larger than two million persons. Table 16.2 lists three developed countries and fifteen other countries that had larger reserves than Switzerland in 2003 when measured with reference to population, GDP or imports.

Two developed countries (Denmark and Norway) and two other countries (Hong Kong and Singapore) had larger reserves than Switzerland relative to all three country characteristics. One more developed country (Japan) had larger reserves than Switzerland relative to GDP and imports, along with ten of the fifteen other countries.

Two of the four countries that had larger reserves than Switzerland relative to population, GDP and imports are rather special cases. Norway is a major oil exporter, and Hong Kong has a currency board that has to hold foreign currency reserves no smaller than its monetary liabilities. Denmark, meanwhile, does not differ hugely from Switzerland in terms of the three criteria used in table 16.2. Unlike Switzerland, however, it is not a major financial centre.

What about the other countries in the table? Japan was the world's largest reserve holder in 2003, before China overtook it. Korea and Malaysia built up their reserves rapidly after the Asian crisis. Kuwait and Russia are large oil exporters; Argentina and Turkey had large liabilities to the IMF, reducing their net reserves far below their gross reserves; and Israel has geopolitical reasons for holding large reserves. The rest of the countries have little in common, apart from the fact that Croatia, the Czech Republic, Slovakia, Hungary and Poland are members of the European Union.

Table 16.2
Countries with larger reserves than Switzerland, 2003¹

Measure	Industrialised countries	Middle-income developing countries ²
Reserves per capita	<i>Norway, Denmark</i>	<i>Hong Kong, Singapore</i>
Ratio of reserves to GDP	<i>Denmark, Norway, Japan</i>	<i>Singapore, Hong Kong, Malaysia, Slovakia, Czech Republic, Croatia, Korea, Israel, Chile, Russia, Kuwait, Poland, Hungary</i>
Ratio of reserves to imports	<i>Norway, Japan, Denmark</i>	<i>Argentina, Russia, Korea, Chile, Singapore, Israel, Kuwait, Croatia, Malaysia, Czech Republic, Turkey, Hong Kong</i>

1 Italicised countries are those that appear in all three rows.

2 Out of eighteen middle-income countries with populations larger than two million persons.

Source: Table 16.3.

It should be noted that the countries listed in table 16.2 had a wide variety of exchange rate arrangements. Some, such as Switzerland, had full flexibility with infrequent intervention; others, such as Japan, Korea and Singapore, had flexibility, but were more prone to intervention, and some, such as Denmark, Hong Kong and Malaysia, had pegged or fixed exchange rates.

16.4.3 A closer look at the Swiss case

The Swiss case is noteworthy for two reasons: the Swiss National Bank's decision of to sell off half of its gold holdings, and the large size of the foreign assets of the SNB compared to its home currency liabilities.

In 1999, the National Bank concluded that half of its gold holdings were no longer needed for monetary purposes. Hence, it undertook a series of gold sales within the framework of the so-called Washington Agreement governing gold sales by the SNB, the European Central Bank, and thirteen other European central banks. Its gold sales totalled 1,300 tonnes at an average price of approximately 351 US dollars per troy ounce, and it realised about 21 billion Swiss francs. There was a long debate about the disposition of the proceeds,²¹ which were in the end removed from the SNB's own balance sheet and distributed in the same way as its ordinary profits (one-third of the proceeds were transferred to the Swiss Confederation, and two-thirds were shared

21 Cf. Hildebrand (2005).

out among the 26 Swiss cantons). Nevertheless, the SNB still holds a large amount of gold, along with a large stock of foreign currency reserves. These were the main items in its balance sheet at the end of 2005 (in billions of Swiss francs):²²

External monetary assets (gold, foreign currency investments, reserve position in the IMF, and other)	76.1
Domestic monetary assets (claims from repo transactions and Swiss franc securities)	31.9
Other assets	1.0
Domestic monetary liabilities (banknotes in circulation and sight deposits of domestic banks)	47.2
Other liabilities	4.1
Capital, provisions and reserves	57.7

Thus the total monetary assets of the SNB were more than twice as large as its domestic monetary liabilities, while its external monetary assets were not far from twice as large. In other words, the National Bank could readily convert itself into a full-fledged currency board without making any change to the composition of its present balance sheet.

This is not a recommendation. Far from it. Nevertheless, the analogy suggests that Swiss reserves are far larger than required to safeguard the stability of the Swiss franc. They are surely larger than required to sustain the public's confidence in the intrinsic quality of the currency, and they are likewise larger than required to deal with unwanted fluctuations in the country's exchange rate.

16.5 Reviewing the reasons for holding reserves

What does this survey say about the main reasons for holding reserves? They can be assessed under four main headings:²³

1. Stabilising the domestic purchasing power of the domestic currency.
2. Stabilising the external purchasing power of that currency.
3. Safeguarding the economy and financial system against large shifts in capital flows and other shocks.
4. Safeguarding the economy against long-term adversity.

What can be said about each one?

²² SNB, Monthly Statistical Bulletin (2006), February.

²³ This list is not exhaustive. A large stock of reserves, for example, safeguards the option of returning one day to a fixed exchange rate. It may also bolster confidence in the domestic financial system.

16.5.1 Stabilising the domestic value of the currency

This was, of course, the rationale for the old gold standard, and it remains the favoured rationale of those who would limit the discretion of the monetary authorities by making them obey the strict constraints imposed by a currency board regime. In most industrialised countries, however, and in a growing number of developing countries, the same objective is achieved by granting operational independence to the central bank, but making price stability its primary objective. It is not always told how to define price stability, but there is not a large difference between the behaviour of central banks that are formally charged to pursue a fixed numerical target and those that are left to decide for themselves how to define price stability. At one time, democratisation was viewed as a threat to monetary orthodoxy; today, parliamentary accountability is viewed as a safeguard against imprudent behaviour by the central bank. One wonders, moreover, whether the general public, even its well-informed members, know or care about the composition of the central bank's balance sheet. There may be a residual attachment to gold in some countries, but the Swiss experience casts doubt on its influence. When the National Bank concluded that it could reduce by half the size of its gold holdings, there was a long debate about the best use of the proceeds, but no strong opposition to the sale itself.

16.5.2 Stabilising the external value of the currency

There are two fundamental reasons for questioning the wisdom of fixing the exchange rate for a country's currency and thus holding large reserves to defend that rate.

The first is the so-called 'impossible trinity'. It warns that a country cannot pursue an independent monetary policy when it has an open capital market and a firmly fixed exchange rate. If, for example, the central bank buys government securities with the aim of lowering the domestic interest rate, it will induce a capital outflow and will have to draw down its reserves to finance that outflow. Otherwise, its currency will depreciate. In the limiting case of 'perfect' capital mobility, the central bank can do no more than change the composition of its balance sheet. It will raise its holdings of government securities, but reduce by the same amount its foreign exchange reserves.

The second is the problem of distinguishing clearly between a transitory shock to the current or capital account and a long-lasting shock – one to which a country must adjust eventually. There may be reasons for resisting the exchange rate effects of a transitory shock; otherwise, the economy will have to pay the real costs of moving domestic resources around – shifting them

temporarily between the production of traded goods and the production of non-traded goods. Even in the case of a permanent shock, there may be cause to limit the size of the exchange rate change in order to limit the pass-through to domestic prices. This was indeed Ronald McKinnon's reason for urging very small open economies to maintain fixed exchange rates, and he still holds that view.²⁴ Prolonged intervention, however, risks delaying the response to a long-lasting shock, and the adjustment, when it comes, may then be more costly.

16.5.3 The precautionary motive

Most countries have sought to hold reserves larger than those that they would need to offset transitory shocks. The lower the level of reserves, the greater the risk of a run on the remaining stock once reserves begin to fall. This was most certainly true in the Bretton Woods era, when governments maintained pegged exchange rates, and the habit did not die with the move to floating rates. It was reinforced, however, in the 1990s, by the frequency and cost of the currency crises that beset so many emerging market countries. The response of the East Asian countries, discussed above, was perhaps extreme, reflecting their belief that they had been mistreated by the IMF, but several other emerging market countries also built up their reserves, including some that did not suffer crises, such as India, Singapore and South Africa.

Holding huge reserves, however, is a second-best response to the risks that face those countries. It would be wiser to address the fundamental reasons for their vulnerability, most notably the weaknesses of their financial systems and of the institutions changed with prudential supervision. Holding reserves to buy protection against future crises can be very costly when it is deemed to diminish the need for dealing with the underlying causes of those crises. There is, to be sure, the need for protection against contagion, but that need can best be met by differentiation, by making one's country a safer place for domestic and foreign investors alike.

Mutual insurance may be helpful, and the East Asian countries have started to provide it by way of the so-called Chiang Mai Initiative. It does not yet amount to full-fledged reserve pooling, but the reforms approved in 2005 represent important steps in that direction.²⁵ The thirteen participating countries agreed in principle that drawings on their network of bilateral swap

24 Cf. McKinnon (1963, 2005).

25 On the Chiang Mai Initiative, cf. Henning (2002); on the 1995 agreement, cf. Joint Ministerial Statement (2005). The thirteen participants are the ten members of the Association of Southeast Asian Nations (ASEAN), plus China, Japan, and Korea.

agreements, under which they can acquire short-term reserve credit from their partners, should be liberalised in three ways. Firstly, by adopting a collective decision-making mechanism as a step towards full multilateralisation; secondly, by enlarging the swap lines themselves; and finally, by doubling the amount that a country can draw under its various swap lines without having an IMF programme in place.

In the longer run, the East Asian countries could move to outright reserve pooling, reducing the need for each of them to hold huge reserves for precautionary purposes. At that point, even earlier, they might also contemplate another option – using some of their reserves to create an Asian Investment Corporation, which would buy, hold and trade a wide range of financial assets and thus earn more than they can earn on conventional reserve assets.²⁶

16.5.4 Guarding against adversity

Highly developed countries with strong financial sectors need not fear the onset of capital account shocks like those that have faced so many emerging market countries in recent years. Yet even the wealthiest countries are not immune to adversity – to unforeseen calamities or the eventual depletion of the natural resources that are the principal source of their export earnings. There is therefore another dimension to the precautionary motive, namely the need to hold a large stock of external assets to offset the effects of economic adversity.

Some of the oil-producing countries have done just that. Norway has sought to insure against the depletion of its oil and gas reserves, not only by acquiring the large reserves held by its central bank, but also by amassing a huge fund financed from the government's own share of Norway's revenues from oil and gas exports. The fund holds foreign assets, including equities, and its assets exceeded 180 billion US dollars in mid-2005. It is meant to deal with two possibilities – a large fall in the price of oil, and the eventual depletion of Norway's oil and gas fields, in which case the return on the invested capital will be used for the benefit of future generations. The fund is managed by the central bank, but segregated from the bank's own assets. (In Singapore, by contrast, some of the central bank's reserves are managed by the Government Investment Corporation, which also manages the government's own funds, including the huge Central Provident Fund. The Government Investment Corporation holds a very wide range of assets, including investments in venture capital and private equity funds.)

Other oil-exporting countries, especially the small Gulf States, have

²⁶ For more on this option, cf. Genberg et al. (2005).

followed a different strategy, but with the same objective as the Norwegian government. Instead of investing in financial assets, they aim at diversification; they seek to become regional financial centres, much like Singapore, and to attract tourism with flamboyant projects.

Switzerland and other industrialised countries do not confront the problems faced by the oil-producing countries, but they may also face grave risks, including the risks of a virulent pandemic, a nuclear accident, and severe climate changes caused by global warming.

Two questions arise at this juncture: How should funds held for this broad precautionary purpose be invested? How should the funds be managed – by the central bank or by a special-purpose entity? Several central banks, including the SNB and European Central Bank, have lengthened the list of assets in which they invest their reserves. They hold long-term bonds, including corporate bonds, and some of them hold equities.²⁷ When the assets are held by central banks, however, and are commingled with the banks' other reserve asset holdings, they may not be invested aggressively enough to furnish insurance against major calamities. Furthermore, most central banks cannot reinvest all of their net income; they must turn much of it over to their countries' governments.²⁸ It may therefore be better to transfer the reserves that are not needed for more ordinary purposes to a special-purpose entity.

No such decision should be taken unless the central bank has itself concluded that its reserve holdings are larger than required to fulfil its obligations, much as the SNB decided that it could safely dispense with half of its gold holdings. Furthermore, the new entity created to hold the 'excess' assets must have a well-defined mandate. What constitutes a true calamity, and how should the entity use its assets to cope with the economic effects? The decision cannot be left to the managers of the assets or to the discretion of the government. It may therefore be best to create two decision-making bodies – one to manage the assets themselves and another to decide when and how to use them or, at least, to make a recommendation subject to parliamentary approval.

When the National Bank decided to sell half its gold holdings, it opposed a proposal that the proceeds be vested in a special-purpose entity. It did so because "the resulting pressure to generate as high a profit distribution as

27 Financial Times (2005), 19–20 March, p. 3; (2005), 27 April, p. 2. The Swiss National Bank began to hold equities in 2005.

28 The SNB is allowed by law to retain a portion of its earnings for it to build up its reserves at a rate roughly equal to the growth rate of the national economy; this has enabled it to build up its foreign exchange reserves; this helps to explain why its reserves have grown during the last decade, when it has not intervened in the foreign exchange market with the aim of influencing the exchange rate.

possible could hinder it in its task of pursuing an independent monetary policy”.²⁹ It may have had reason to fear such pressure, but the pressure would perhaps be lessened if the decision at issue were not concerned with the conduct of gold sales, but rather with the one-off transfer of assets that the central bank itself had decided to relinquish. When the actual use of those assets was needed, however, and had to be converted into the country’s own currency, it would surely be necessary to consult the central bank regarding the timing and speed of the conversion.

There is, of course, an alternative to this strategy. A country with excess reserves could run them down deliberately, much as Switzerland ran down its gold holdings. The Swiss gold sales, however, took place within the framework of a multilateral agreement.³⁰ It would be hard to forge a comparable agreement regarding large outright sales of a reserve currency; it would no doubt require the explicit acquiescence of the country issuing the currency involved. In the absence of an agreement of this sort, uncertainty about the size and duration of the sales might lead to expectations of continuing sales, cause the country’s currency to appreciate against the currencies that were being sold, and might then generate objections from key export and import-competing industries adversely affected by the appreciation of the domestic currency.

In the case of developing countries, reserves deemed to be excessive should be spent, not set aside. They could and should be used for infrastructural investment, especially for projects with substantial import content. A proposal of this sort was made by India’s Planning Commission, was modified thereafter, but was not fully implemented.³¹ Although the developing countries face the possibility of major calamities, more acutely perhaps than most developed countries, they can less readily afford to hold very large reserves, let alone invest excess reserves in the manner just proposed.

16.6 Conclusion

There is no simple answer to the question posed by the title of this paper. The large analytical literature on the demand for reserves is not especially helpful, because it assumes implicitly that what the ‘typical’ country actually

29 SNB, 97th Annual Report (2004), p. 73.

30 The decision by the National Bank to sell half its gold holdings was taken before this agreement was reached, and the large size of its share in the total gold sales authorised by the agreement reflected that prior decision. The agreement thus had the effect of assuring the market that other major central banks would not embark on unrestrained gold sales in the wake of the Swiss sales; it did not truly limit the size of the Swiss gold sales.

31 Financial Times (2004), 16–17 October, p. 2; and the author’s correspondence with Montek Singh Ahluwalia, Head of the Planning Commission.

holds is what it really needs to hold. The amount it needs to hold, moreover, should presumably depend on the country's exchange rate regime, yet some of the countries that rarely intervene to stabilise their exchange rates hold far larger reserves than some other countries that intervene more frequently and on a larger scale. Compound interest also plays a role. Countries with large reserves will earn even more reserves unless they sell off the interest income on their reserve assets. History goes a long way to explaining the cross-country variation in reserve holdings, as does development strategy. It is equally obvious, however, that a fair number of countries hold more reserves than they will need and should perhaps invest them more aggressively, some in real assets to promote development, others in less liquid sorts of financial assets, with the aim of maximising their long-term value to guard against contingencies they can now anticipate or against calamities they cannot now foresee.

Table 16.3
Foreign exchange reserves and related data for all countries, 2003

Country	Reserves in billions of US dollars	Reserves per capita (thousands of US dollars)	GDP per capita (thousands of US dollars)	Reserves as percentage of imports	Reserves as percentage of GDP	Reserves as percentage of banks' foreign liabilities	Imports as percentage of GDP
Industrialised countries							
Australia	29.97	1.52	25.93	33.66	5.86	18.59	17.40
Austria ¹	7.14	0.88	31.15	8.10	2.82	10.15	34.85
Belgium ¹	7.65	0.74	29.20	3.27	2.54	3.24	77.74
Canada	31.54	1.00	27.51	13.22	3.64	27.20	27.53
Denmark	36.00	6.72	39.60	64.16	16.96	32.62	26.44
Finland ¹	9.54	1.83	31.07	22.99	5.90	37.78	25.64
France ¹	23.12	0.38	29.27	6.25	1.31	4.23	21.01
Germany ¹	41.10	0.50	29.14	6.84	1.71	5.71	24.98
Greece ¹	3.84	0.35	15.73	8.66	2.23	13.86	25.70
Ireland ¹	3.43	0.86	38.49	6.43	2.25	1.01	34.95
Italy ¹	26.05	0.45	25.57	8.78	1.77	12.93	20.22
Japan	652.79	5.11	33.64	170.76	15.20	119.43	8.90
Netherlands ¹	7.18	0.44	31.75	3.09	1.40	2.19	45.35
New Zealand	4.24	1.09	20.62	22.88	5.29	10.14	23.14
Norway	35.89	7.92	48.70	193.87	16.27	51.67	17.88
Portugal ¹	5.25	0.52	14.64	12.86	3.56	6.22	27.71
Spain ¹	17.51	0.43	20.42	8.43	2.09	7.56	24.78
Sweden	18.01	2.03	33.96	21.83	5.97	7.77	27.37
Switzerland	45.56	6.35	44.88	49.57	14.16	8.33	28.56
United Kingdom	35.15	0.59	30.34	9.23	1.96	1.10	21.17
United States	39.72	0.14	37.42	3.05	0.36	4.88	11.84

1 Reserves exclude those held by the European Central Bank; banks' foreign liabilities exclude those to euro area residents.

Country	Reserves in billions of US dollars	Reserves per capita (thousands of US dollars)	GDP per capita (thousands of US dollars)	Reserves as percentage of imports	Reserves as percentage of GDP	Reserves as percentage of banks' foreign liabilities	Imports as percentage of GDP
Developing countries							
Algeria	32.94	1.04	2.08	270.96	49.76	6,171.44	18.36
Argentina	13.14	0.34	3.38	95.02	10.13	139.41	10.67
Bahrain	1.67	2.32	13.34	32.70	17.42	85.84	53.26
Bangladesh	2.57	0.02	0.35	27.05	4.98	588.85	18.41
Bosnia & Herzegovina	1.79	0.43	1.69	37.77	25.52	113.91	67.57
Botswana	5.25	2.93	4.14	319.40	70.72	5,535.16	22.14
Brazil	49.11	0.28	2.83	96.85	9.71	160.58	10.03
Bulgaria	6.17	0.78	2.52	56.91	30.97	645.08	54.41
Chile	15.21	0.96	4.64	78.48	20.73	314.20	26.42
China	403.25	0.31	1.08	97.62	28.55	757.68	29.25
Colombia	10.19	0.23	1.81	73.33	12.74	1,497.22	17.37
Costa Rica	1.81	0.43	4.19	23.58	10.33	200.44	43.82
Croatia	8.19	1.85	6.50	57.64	28.44	100.37	49.34
Cyprus	3.15	3.94	16.46	70.74	23.96	30.54	33.87
Czech Republic	26.29	2.57	8.83	51.48	29.08	260.49	56.48
Egypt	13.40	0.19	0.97	123.75	19.29	377.13	15.59
El Salvador	1.91	0.29	2.29	43.51	12.76	121.16	29.33
Guatemala	2.82	0.23	2.01	43.54	11.40	385.85	26.19
Hong Kong	118.36	16.79	22.22	51.04	75.55	44.33	148.02
Hungary	12.02	1.22	8.38	25.28	14.51	241.03	57.42
India	97.62	0.09	0.56	137.26	16.40	N/A	11.95
Indonesia	34.74	0.16	0.95	82.24	16.68	934.87	20.28
Israel	25.78	4.01	17.14	71.05	23.39	118.27	32.92
Ivory Coast	2.23	0.13	0.84	67.14	15.87	1,059.13	23.64
Jordan	5.19	0.95	1.82	90.43	52.18	118.60	57.71
Kazakhstan	4.24	0.27	1.94	50.36	14.11	107.15	28.02
Kuwait	6.64	2.64	16.57	60.44	15.91	101.67	26.32
Lithuania	3.37	0.98	5.34	35.06	18.37	185.60	52.40
Malaysia	43.47	1.78	4.25	53.04	41.90	464.00	79.00
Mauritius	1.52	1.24	4.63	64.26	26.87	674.06	41.82
Mexico	57.74	0.56	6.17	33.87	9.04	53.78	26.69

Country	Reserves in billions of US dollars	Reserves per capita (thousands of US dollars)	GDP per capita (thousands of US dollars)	Reserves as percentage of imports	Reserves as percentage of GDP	Reserves as percentage of banks' foreign liabilities	Imports as percentage of GDP
Morocco	13.63	0.45	1.43	103.94	31.18	3,311.01	30.00
Nigeria	7.13	0.06	0.45	65.68	12.81	4,615.53	19.50
Oman	3.47	1.22	7.61	52.75	15.98	294.77	30.29
Pakistan	10.69	0.07	0.54	82.03	12.81	2,238.57	15.61
Peru	9.78	0.36	2.23	118.58	16.14	1,071.02	13.61
Philippines	13.52	0.17	0.99	34.23	17.05	178.38	49.80
Poland	31.73	0.82	5.43	46.54	15.14	251.02	32.54
Qatar	2.76	4.52	33.49	56.32	13.50	262.46	23.98
Romania	8.04	0.36	2.57	33.49	14.02	363.13	41.87
Russia	73.17	0.51	3.00	89.61	17.01	315.96	18.98
Saudi Arabia	17.66	0.73	8.79	47.78	8.30	165.12	17.36
Singapore	94.97	22.35	21.49	74.26	103.98	158.71	140.01
Slovak Republic	11.68	2.16	6.05	49.41	35.75	371.78	72.34
Slovenia	8.34	4.21	14.01	60.23	30.07	181.94	49.93
South Africa	6.16	0.14	3.67	15.16	3.73	61.14	24.58
South Korea	154.51	3.24	12.75	86.40	25.41	353.65	29.41
Sri Lanka	2.19	0.12	0.96	32.89	12.03	254.06	36.57
Tanzania	2.02	0.05	0.28	139.60	19.64	31,265.56	14.07
Thailand	40.97	0.65	2.28	54.16	28.66	482.12	52.91
Trinidad & Tobago	2.26	1.74	8.27	57.99	20.99	234.42	36.20
Tunisia	2.91	0.30	2.54	26.73	11.65	171.33	43.59
Turkey	33.79	0.47	3.36	51.48	14.10	247.71	27.38
Ukraine	6.71	0.14	1.02	29.14	13.58	390.35	46.61
Uruguay	2.08	0.61	3.27	94.91	18.58	94.79	19.57
Venezuela	15.55	0.60	2.68	168.40	22.55	16,526.65	13.39
Vietnam	6.22	0.08	0.49	388.12	15.73	908.50	4.05
Yemen	4.98	0.25	0.57	140.06	43.91	23,009.69	31.35

Source: IMF, International Financial Statements (2004).

Archived sources

SNB, *97th Annual Report* (2004), SNBA.

SNB, *Monthly Statistical Bulletin* (2006), 81 (2), February, SNBA.

References

- Aizenman, J., and J. Lee (2005), International reserves: precautionary versus mercantilist views, theory and evidence, *NBER Working Paper Series*, 11366.
- Aizenman, J., Y. Lee and Y. Rhee (2004), International reserves management and capital mobility in a volatile world: policy considerations and a case study of Korea, *NBER Working Paper Series*, 10534.
- Aizenman, J., and N. Marion (2003), The high demand for international reserves in the Far East: what's going on?, *Journal of the Japanese and International Economies*, 17 (3), pp. 370–400.
- Aizenman, J., and N. Marion (2004), International reserve holdings with sovereign risk and costly tax collection, *Economic Journal*, 114 (497), pp. 569–591.
- Ben-Bassat, A., and D. Gottlieb (1992), Optimal international reserves and sovereign risk, *Journal of International Economics*, 33 (3–4), pp. 345–362.
- Berg, A., E. Borensztein, G. M. Milesi-Ferretti and C. Pattillo (1999), Anticipating balance of payments crises: the role of early warning systems, *IMF Occasional Paper*, 186, Washington, DC: International Monetary Fund.
- Bilson, J. F. O., and J. A. Frenkel (1979), International reserves: adjustment dynamics, *Economics Letters*, 4 (3), pp. 267–270.
- Edwards, S. (1983), The demand for international reserves and exchange rate adjustments: the case of LDCs: 1964–1972, *Economica*, 50 (199), pp. 269–280.
- Financial Times* (2004, 2005).
- Flood, R., and N. Marion (2002), Holding international reserves in an era of high capital mobility, in: S. M. Collins and D. Rodrik (eds.), *Brookings Trade Forum 2001*, Washington, DC: Brookings Institution Press.
- Frenkel, J. A. (1974), The demand for reserves by developed and less-developed countries, *Economica*, 41 (161), pp. 14–24.
- Frenkel, J. A. (1983), International liquidity and monetary control, in: G. M. von Furstenberg, *International Money and Credit*, Washington, DC: International Monetary Fund.
- Frenkel, J. A., and B. Jovanovic (1981), Optimal international reserves: a stochastic framework, *Economic Journal*, 91 (362), pp. 507–514.
- García, P., and C. Soto (2004), Large hoardings of international reserves: are they worth it?, Paper prepared for the 8th Annual Conference of the Central Bank of Chile, manuscript.
- Genberg, H., R. N. McCauley, Y. C. Park and A. Persaud (2005), Official reserves and currency management, in: *Asia: Myth, Reality and the Future*, Geneva: International Centre for Money and Banking Studies and London: Centre for Economic Policy Research.
- Goldfeld, S. M., and D. E. Sichel (1990), The demand for money, in: B. M. Friedman and F. H. Hahn (eds.), *Handbook of Monetary Economics*, 1, Amsterdam: North Holland, pp. 299–356.
- Goldstein, M., G. L. Kaminsky and C. M. Reinhart (2000), *Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets*, Washington, DC: Institute for International Economics.

- Heller, R. H. (1966), Optimal international reserves, *Economic Journal*, 76 (302), pp. 296–311.
- Heller, R. H., and M. S. Khan (1978), The demand for reserves under fixed and floating exchange rates, *IMF Staff Papers*, 25, Washington, DC: International Monetary Fund, pp. 623–649.
- Henning, C. R. (2002), East Asian financial cooperation, *Policy Analyses in International Economics*, 68, Washington, DC: Institute for International Economics.
- Hildebrand, P. M. (2005), Swiss National Bank sales – lessons and experiences, Speech delivered on 5 May at the Institute for International Economics, Washington, DC, SNBA.
- IMF (2003), *World Economic Outlook September 2003*, Washington, DC: International Monetary Fund.
- IMF (2004), *International Financial Statistics*, Washington, DC: International Monetary Fund.
- Joint Ministerial Statement (2005), The Joint Ministerial Statement of the 8th ASEAN + 3 Finance Ministers' Meeting, Istanbul, Turkey, 4 May, <http://www.aseansec.org/17448.htm>.
- Kenen, P. B. (1960), International liquidity and the balance of payments of a reserve-currency country, *Quarterly Journal of Economics*, 74 (4), pp. 572–586.
- Kenen, P. B. and E. B. Yudin (1965), The demand for international reserves, *Review of Economics and Statistics*, 47 (3), pp. 242–250.
- Khor, H. E., E. Robinson and J. Lee (2004), Managing floating and intermediate exchange rate systems: the Singapore experience, *Monetary Authority of Singapore Staff Paper*, 37.
- Lizondo, J. S., and D. J. Mathieson (1987), The stability of the demand for international reserves, *Journal of International Money and Finance*, 6 (3), pp. 251–282.
- McKinnon, R. I. (1963), Optimum currency areas, *American Economic Review*, 53 (4), pp. 717–725.
- McKinnon, R. I. (2005), *Exchange Rates under the East Asian Dollar Standard: Living with Conflicted Virtue*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Suss, E. C. (1976), A note on reserve use under alternative exchange rate regimes, *IMF Staff Papers*, 23, Washington, DC: International Monetary Fund, pp. 387–394.
- Triffin, R. (1960), *Gold and the Dollar Crisis*, New Haven: Yale University Press.

17 Switzerland and Euroland: European Monetary Union, monetary stability and financial stability

MARTIN HELLOWIG

17.1 Introduction: where did we come from?

17.1.1 *Early expectations of instability from European Monetary Union*

Sometime in the mid-1990s, when I was still teaching at the University of Basel, a friend there remarked that, if the European Monetary Union (EMU) was really going to come, Swiss monetary policy was going to be in for some difficult times. Market participants would interpret the coming of EMU as an end of the commitment to monetary stability in Frankfurt.¹ They would try to move into harder currencies, like the Swiss franc, as they had done in past episodes of turbulence in foreign exchange markets. The Swiss National Bank would again be faced with the difficult choice of whether to accommodate the demand for Swiss francs or to let the Swiss franc appreciate. The first alternative would endanger price stability, the second would endanger the competitiveness of Swiss industry in international markets. The dilemma would be all the more serious because, by contrast to the crises of the 1970s, the German mark would no longer be there to take some of the brunt of the speculation.

This prediction has not come to pass. The European Monetary Union did not bring with it a new era of monetary instability. The European Central Bank's (ECB) commitment to monetary stability seems as firm as that of the Bundesbank ever was. The markets have not shown any signs that they consider the euro to be less hard than the German mark, certainly not in relation to the Swiss franc. In the years 1997–1999, when the European Monetary Union was put into place, the Swiss franc was actually weaker than before. There has been nothing like a recurrence of the turbulences of the 1970s, or of 1992, in foreign exchange markets, at least not in Europe or the United States. By comparison to the preceding two decades, monetary stability in Europe, both internal and external, has been remarkable.

1 Such an interpretation would certainly have been consistent with the predictions of German scholars opposed to EMU. Cf., for instance, the manifesto 'Die Europäische Währungsunion führt zur Zerreißprobe' by 62 academic economists in the *Frankfurter Allgemeine Zeitung* of 11 June 1992.

17.1.2 *Experience of monetary instability in the 1970s*

However, at the time when the prediction was made, it reflected the experience of the preceding two decades. These decades had been marked by monetary instability and by disputes on the proper role of monetary policy in a world of flexible exchange rates. The demise of the Bretton Woods system of fixed exchange rates had eliminated the need to subordinate national monetary policies to the maintenance of exchange rates. In many countries, this freedom was used to greatly expand the money supply, partly in order to smooth over the effects of 'shocks' like the 1974 oil price increase, and partly in order to accommodate public sector financing needs.² These policies greatly undermined monetary stability and caused double-digit inflation for quite some time in several OECD countries. Given the differences in monetary growth and inflation across countries, they also generated strong pressures for exchange rate adjustments.

During this period, we came to appreciate the importance of expectations – inflation expectations as a determinant of long-term nominal interest rates, exchange rate expectations as a determinant of portfolio adjustments in international exchanges, and, perhaps most importantly, expectations about the viability of a country's policy stance as a determinant of inflation and exchange rate expectations. Some of the turbulences in foreign exchanges can probably be explained by the way in which market participants came to appreciate the systemic nature of the relation between the various parts of economic policy, inflation and exchange rate movements, and were trying to figure out how these systems were evolving in the different countries. Given that the policies and policy rules themselves were in flux, so too must the market participants' perceptions of them have been. As changing perceptions translated into portfolio adjustments, expectations themselves became a major determinant of market movements, giving rise to runs and to overshooting phenomena.³

2 There is no need to disentangle the different motives – any policy of keeping interest rates from rising 'too much' will effectively promote all of them. Any such policy will also promote the interests of important parties in the private sector, for instance, financial institutions whose financing costs are sensitive to interest rate changes, or the financial press whose advertising and subscription business depend on financial sector activity.

3 A striking example of the autonomous role of expectations is provided by the increase in US long-term interest rates in January 1981, two months after the election and before the inauguration. This increase seems to have been caused by an appreciation that President Reagan would get his tax cut proposal through Congress and that this held promises for a significant debt burden in the future. Cf. Branson (1987).

In the 1970s, the problem of exchange rate adjustment was usually seen in terms of a need to revalue the German mark and, even more so, the Swiss franc relative to most other currencies, most importantly the US dollar, the pound sterling, the French franc and the Italian lira. For some of the other countries, it looked as if the problem was due to the restrictiveness of German and Swiss monetary policy after 1974, rather than to their own monetary ease. In countries with downward pressures on exchange rates, this caused a certain amount of resentment. For Germany and Switzerland, the ongoing revaluation pressures posed the problem, mentioned above, of how to avoid the contractionary impact of 'excessive' currency appreciation without abandoning monetary stability?

17.1.3 The ERM experiment

The initiative of Valéry Giscard d'Estaing and Helmut Schmidt that led to the creation of the European Exchange Rate Mechanism (ERM) and the European Currency Unit (ECU) in 1979 can be seen as a response to these perceived difficulties. For France, the ERM held the promise of reducing the Bundesbank's ability to pursue monetary stability without regard for the effects of its policies on France. For the German Chancellor, the ERM, with its bundling of 'hard' and 'soft' currencies, provided the prospect of reducing exchange rate pressures on the German mark; in the wake of the 1980 election, he may also have been attracted by the idea of reducing the Bundesbank's ability to implement a restrictive monetary policy.⁴

Somewhat ironically, the problem of pessimism vis-à-vis the dollar and the pound disappeared around 1980, just after the ERM was created. For the dollar, the proximate causes of the change in market perceptions seem to have been the 1979 turnaround in monetary policy and the outcome of the 1980 election; for the pound, the income from North Sea oil and the outcome of the 1979 election. Throughout the 1980s (and 1990s), the ERM had more to do with relations between currencies within the European Community (EC) than with their relations to outside currencies.

Within the ERM, there was an asymmetry in adjustment rules which put most of the burden of adjustment on central banks with currencies that were subject to devaluation pressures. Central banks with currencies subject to revaluation pressures were under much less of an obligation to change their policies. Whatever the intentions of the initiators may have been, the

4 This is the view of Vaubel (1987, 2001). For a less critical view of the ERM initiative, cf. Neumann (1999), pp. 297 et seq.; Bernholz (1999), pp. 754 et seq.

Bundesbank retained its ability to pursue the monetary policy of its choice.⁵ The central banks of other participating countries were forced to adjust, at least if they wanted to avoid an exchange rate realignment. In the governments of these countries, resentment of the Bundesbank's strength and 'unreasonableness' grew apace. As for the central bankers, e.g. in Paris or Rome, they were perhaps not so unhappy to be able to tell their ministers that, much as they would like to accommodate their demands, doing so would endanger the position of the currency in the ERM and, surely, the minister would not want to induce the public perception of failure that goes with a devaluation.

17.1.4 *From ERM to EMU*

Against this background, in the late 1980s and early 1990s, the creation of the European Monetary Union could be seen, and may indeed have been intended, as yet another attempt to eliminate the independence and to reduce the power of the Bundesbank and to move to a regime that would provide for a more accommodating monetary policy.⁶ The predictions from the early and mid-1990s that I cited above were based on precisely this interpretation. However, as in the case of the ERM, the development of EMU has taken a different turn. The ECB today seems even further removed from the political fray, perhaps even more independent, than the Bundesbank ever was. It certainly does not give the impression of putting any less weight on monetary stability.

From the perspective of Switzerland, it must be reassuring that the coming of EMU did not bring a return to the monetary instability of the 1970s. However, one may wonder how robust the present arrangement is. One may also wonder about the challenges that the position of an island in Euroland is posing. In the following, I will first review developments in the European Monetary Union, with a focus on the sources of the commitment to monetary stability and on the robustness of this commitment. Thereafter, I will consider the challenges that arise for Switzerland and for Swiss monetary policy from its position as a small open economy in the middle of Euroland. Finally,

5 Hagen (1999), pp. 431 et seq., suggests that the ERM actually reinforced the Bundesbank's commitment to monetary targeting. In an institutional setting where exchange rate commitments could undermine the autonomy of monetary policy, it was all the more important for the Bundesbank to extol the objective of price stability, using monetary targeting as a transparent means to communicate its intentions to the markets and to its partners in the ERM. Cf. also Baltensperger (1999).

6 For this interpretation, cf. Vaubel (2001), pp. 152 et seq.

I will consider some challenges that arise from Switzerland's position as an international financial centre, home to two of the world's largest financial institutions.

17.2 How firm is the commitment to monetary stability in Euroland?

17.2.1 A surprise for Oskar Lafontaine: central bank independence after Maastricht

Following the change of government in Germany in 1998, Oskar Lafontaine, the new social democratic Minister of Finance, indicated that he was fed up with the restrictive monetary policy of the Bundesbank and would see to it that this was changed. If people at the Bundesbank were not going to comply voluntarily, he might push for a change in the Bundesbank Law in order to reduce or eliminate the Bundesbank's independence. Threats of this sort had already been heard in the final months of the previous social democratic government in 1982. By contrast to 1982, however, in 1998, the Bundesbank's status was protected by the Maastricht Treaty and by the German Constitution. Moreover, the responsibility for monetary policy was about to shift to the ECB, whose independence from government interference was also protected by the Maastricht Treaty. Lafontaine's threat against the Bundesbank thus proved to be an anachronism.

In the process of creating the European Monetary Union, the position of central banks relative to governments and legislatures was significantly strengthened. In countries where central banks had been subordinated to governments before 1992, central bank independence was introduced as a prerequisite for EMU participation. In Germany, where the Bundesbank had been independent since 1948, central bank independence, together with an obligation to promote price stability, was raised from the status of an ordinary law to the level of a constitutional provision. Given the view, which was prominent among German economists before 1998, that EMU was a device to conquer the Bundesbank, there is a certain irony in observing that EMU itself ended up protecting the Bundesbank against the ambitions of Mr Lafontaine – and against the impact of generation change, from those who had personally experienced the hyperinflations of the 1920s and 1940s to those who had grown up on post-1968 visions of democratic engineering.

As the new institutions developed, central bankers all over Euroland became stakeholders in them. Enjoying the independence with which the Maastricht Treaty provided them, they came to see the creation and maintenance of monetary stability as their task. Whereas in the 1980s and early

1990s, the ERM was often discussed in terms of the Bundesbank imposing its will on everybody else, the policies of the ECB today are not identified with any one country. When Jean-Claude Trichet followed Wim Duisenberg as President of the ECB, there was no intimation that this would mean a change in policy stance.

The change in institutions was made possible by a change in attitudes towards monetary policy and towards the role of the central bank. After almost two decades of instability, people were upset about high and variable inflation rates, and there was some appreciation that stability might also have its advantages. As institutional safeguards translated into greater credibility, lower inflation expectations and lower nominal interest rates, even governments came to appreciate that such safeguards might have intrinsic merits, although they cut into their own power; after all, the reductions in nominal interest rates greatly reduced their debt service obligations and made the deficit criteria of the Maastricht Treaty much easier to reach.⁷

One may be sceptical as to how long such insights will remain fresh. The evolution of the large Member States' attitudes towards public deficits and public debt over the past few years suggests that at least this lesson of the 1980s was unlearned right after the euro was introduced. However, at this point, this is just a matter of fiscal policy. It undermines the Stability and Growth Pact, but not, at least not yet, the institutional framework for the determination of monetary policy. Even as the discussions about the German, French, etc. violations of the deficit criterion of the Stability and Growth Pact and about the need and scope for reforming the Pact have proceeded, there has not been much public political discussion of the ECB's monetary policy.

17.2.2 Depoliticisation of monetary policy

Public discussion of monetary policy has been strangely depoliticised. We have seen journalists reporting about exchange rate movements as if they were writing about sports events, treating the euro's decline in 2000 relative to the US dollar as if the euro was falling behind in some kind of race. We have also seen technical discussions on the appropriate level of transparency, on the two-pillar approach, and on the assessment of unanticipated growth in

7 For a summary of these developments, cf. Sapir et al. (2004), pp.60 et seq. Similar changes in attitudes and institutions also occurred in countries outside Euroland. However, the Maastricht process was unique in that it provided the Member States of the European Union with well-defined targets, to be reached within a predefined time span. Monitoring by the European Commission, the implicit threat of non-acceptance of treaty implementation by pre-1998 Germany, and the public visibility and prominence of the entire process provided strong incentives to try and reach the targets.

monetary aggregates at low inflation rates and low nominal interest rates. However, we have *not*, as yet, seen anything that might be compared to the massive attacks that Lafontaine and other German politicians raised against the Bundesbank in a previous era.

One reason for this depoliticisation lies in the supranational nature of the ECB as opposed to the national character of politics. The finance minister or head of government of Germany, France or Italy may be unhappy about the ECB's policy. However, he will find it difficult to make this dissatisfaction the subject of effective political discourse. Within official channels of communication, he is constrained by the statutes that guarantee the ECB's independence. Outside official channels of communication, in public discussion, he is constrained by the fragmentation of political audiences. A Dutch or Finnish audience will hardly listen to the French President or the German Chancellor complaining about the ECB. Indeed, in any such discussion, these national office holders would be told that monetary policy must consider the needs of Euroland as a whole, the Netherlands and Finland, as well as Germany, France and Italy. The smaller countries, in particular, have emerged as strong supporters of the ECB's independence and commitment to monetary stability.⁸

Euroland as a whole is simply too large and too heterogeneous for any one Member State government to be in a position to challenge the ECB seriously. Even the large Member States are reduced to introducing their substantive concerns through their personnel decisions, i.e. when they nominate members of the Executive Board or presidents of their own national central banks. However, the scope for doing so is very limited. Any one Member State influences only a small number of personnel decisions; moreover, socialisation among central bankers affects people's thinking, even if, initially, they come with other ideas.

17.2.3 *Is independence threatened by the European Commission?*

At this point, effective threats to the independence of the ECB are more likely to come from the European Commission than from the Member States. Being a supranational institution itself, the Commission can claim to be speaking for the European Union as a whole. Moreover, the Commission has

8 In this context, it is of interest to recall that, already in the mid-1970s, the left-of-centre governments of Austria and the Netherlands deliberately chose to align their currencies with the German mark. Appreciating their own smallness, they felt that the benefits for the governance of national economic policy far exceeded the costs of losing the opportunity to carry out their own monetary policies.

a long history of using its monopoly on policy proposals to expand its own executive powers at the expense of other institutions. In the past, it has mostly done so at the expense of national institutions.⁹ However, an expansion of competences at the expense of the ECB would also lie in the logic of the Commission's power aspirations.

In this context, it is of interest to note that, in the discussion about the Constitution for the European Union, in November 2003, Jean-Claude Trichet, the President of the ECB, found it necessary to protest publicly to the President of the Council of Ministers of the European Union against a proposal, which he understood to have been made by the Commission, that would have simplified the procedure for changing articles 10–12 of the Statute of the European System of Central Banks and the European Central Bank.¹⁰ These articles deal with the Governing Council and the Executive Board of the ECB and with their responsibilities. Under existing rules, they can only be changed by a procedure that involves parliamentary ratification in all Member States. The contested proposal would have provided for the possibility of changing them by a unanimous vote of the Council of Ministers, acting upon a proposal by the Commission, after consultation of the European Parliament and the ECB. Such matters as the Executive Board members' term of office, limitation to one term, conditions of employment and procedures for dismissal, all of them central to personal independence, would have become material for new legislation by the Commission and the Council of Ministers, without any effective control by any parliament whatsoever.

President Trichet's protest was successful. The contested proposal did not make it into the Constitution. Indeed, to the outsider, its status in the deliberations is unclear. It does not seem to have appeared in any official public document other than President Trichet's letter to the President of the Council of Ministers. The Commission's official comments on the draft constitution only mention that the rules for appointing members of the Executive Board of the ECB are one of the "clear-cut cases where qualified majority voting should be introduced". The Commission also remarked that "the modus operandi of the Governing Council of the ECB and the operational decision-making framework for monetary policy should be reviewed to ensure that decisions remain effective in a euro zone that is set to expand".¹¹

9 A paradigmatic example is the elimination of national competences in the area of antitrust policy under the 'modernisation' provided by Council Regulation (2003).

10 European Central Bank (2003c).

11 European Commission (2003), pp. 7, 9.

The contested proposal is in line with these suggestions. The fact that it seems to have appeared outside, rather than inside, the official consultation process on the Constitution¹² is itself perhaps a testimony to the political stature of the ECB as a guarantor of monetary stability in the European Union.

17.2.4 How robust is the ECB's position?

The importance assigned to monetary stability and the stature of the ECB are also apparent in the fact that, like the EC Treaty, the final version of the Constitution names price stability among the Objectives of the European Union. The Constitutional Convention had dropped this objective, but following the ECB's intervention, it was reinstated.¹³

Nevertheless, one must ask how robust the present constellation is. The consolidation of the ECB's stature that we have seen has been favoured by luck. By comparison to the 1970s and 1980s, inflation rates, as well as nominal interest rates, were low and have remained so; therefore, the choices that the ECB faced were less difficult – and less likely to raise political controversy – than the choices faced by the Bundesbank and the Swiss National Bank in 1974 or 1982, or by the Federal Reserve in 1979 and 1989. The ECB has also been lucky in that there has not been a major financial crisis in Europe. Whereas the economic downturn of the early 1990s was accompanied in many countries by bank failures and banking crises, the burst of the stock market bubble and the economic downturn after 2000 did not cause a financial crisis that would have required an intervention by the lender of last resort and that might have put the unclear relation of national banking supervision and supranational central banking to the test. It remains to be seen what happens if events put the ECB in a position where it must take difficult and controversial choices.

The ECB has also been lucky in that political attention in the past few years has been directed elsewhere. Economic policy debates in European countries have focused on the implications of demographic change, on structural reforms and economic growth, on labour market reforms and social policy, i.e. on the real side of the economy. In part, this development reflects the withdrawal of monetary policy from the national policy domain. In part,

12 President Trichet's letter pointedly noted that, under existing rules, it would be necessary to formally submit such a proposal to the ECB for consultation before determining the amendment to the Treaty that was to be made.

13 Points where the ECB was less successful involved matters of detail, emphasis, or legal clarity, hardly material for a clear-cut discussion about central bank independence and the commitment to price stability, cf. European Central Bank (2003b).

it also reflects the urgency of these 'real' problems and the recognition that they cannot be solved merely by easy money.

At some point in the medium term, however, we are likely to see a resurgence of the proposition that low growth in Europe is at least partly due to the strictness of monetary policy and that Europe needs a more growth-oriented monetary policy. I shouldn't be surprised if, sometime over the next few years, such a criticism of the ECB was going to be raised by the European Commission, as well as the governments of the larger Member States. It would certainly provide the European Commission with an argument for more of a role for itself, alone or in combination with the Council of Ministers.

Even without any change in the Statute of the European System of Central Banks and the European Central Bank, a possible initiative might concern the competence for setting an inflation bound or inflation target. The Commission and Council might want to reserve this competence for themselves, along the lines of the UK model. After all, the Maastricht Treaty, which was written before the UK model was invented, is silent on the question of who is to define what 'price stability' means. There is no clause saying that central bank independence covers the competence to define 'price stability', as well as the competence to monetary policy to attain price stability. Given the silence of the Treaty on this point, there is room for putting this question on the agenda without being perceived as openly calling for a change of regime. The outcome of the ensuing discussion is more likely to be a matter of political convenience than of legal interpretation of the Treaty.

However, even if the competence to define price stability were to be transferred to the Council, acting upon a proposal of the Commission, I would not expect this to have any dramatic effect. The inflation bound might be changed into an inflation target, its numerical value might be raised from 2 percent to 3 percent, but this is hardly dramatic. A more dramatic change, e.g. a move to an inflation target of 5 percent or more, seems unlikely. Such a move would be hard to justify and hard to communicate in a framework in which 'price stability' is the central objective of monetary policy. After all, the reasons why some governments are tempted by the prospects of an easy monetary policy have a lot to do with the discretionary nature and the intransparency of the inflation tax and the difficulties of holding the government accountable for this tax. If an inflation target has to be openly announced, this temptation is much reduced. One may even speculate that such an arrangement might give the finance ministers a greater political stake in the pursuit of price stability and might reduce their tendency to criticise the central bank when interest rates are raised.

17.2.5 *The problem of fiscal instability*

In the immediate future, however, the greatest question marks concern fiscal policy. From the conclusion of the Maastricht Treaty to the creation of the European Monetary Union, we have seen an enormous amount of fiscal consolidation. Since then, the trend has been reversed. The large Member States, in particular, have been running large deficits and have been building up debt again. The disciplining force of the prospect of Monetary Union is missing. The Stability and Growth Pact has not provided an effective substitute. Because the original rules of the Pact were rather crude, many economists feel that the greater flexibility under the new rules is to be welcomed. However, beyond all questions of rules and rule interpretations, the key development has been the realisation that the Pact itself is a dead letter if one of the large Member States chooses not to abide by it.

The failure of the Stability and Growth Pact would not matter if the insulation of monetary policy from fiscal concerns were so well established that it could safely be predicted to persist even if a large Member State went into default on its euro-denominated debts. In such a regime, fiscal policy and public indebtedness would be purely national concerns. Default on 'domestic' sovereign debt would be a possibility, just like default on foreign sovereign debt. Fiscal discipline would be a matter of relations between the individual states and the financial system, i.e. the people and institutions that put up the money to finance the public deficits. A lack of fiscal discipline would induce the financial system to first impose a premium on the interest rates at which funds are provided and to eventually cease lending altogether. The workings of such a system are illustrated by the experiences of individual states in the US or of individual cantons in Switzerland.

The system works differently if there is some prospect that sovereign debts might be monetised. Monetisation avoids default in a legal sense, but imposes a loss of value on the owners of securities that are denominated in that particular currency. If markets anticipate this possibility, they will again impose a premium on the interest rates at which they provide funds. Thus, in the 1970s and 1980s, governments with insufficient fiscal discipline had to cope with high nominal interest rates as markets were anticipating monetisation of the debt and subsequent inflation. Foreign exchange markets also took notice and signalled their views by putting pressure on the exchange rate. Both of these market reactions provide some incentives for fiscal discipline even when monetisation of debt is possible.

However, in a monetary union, these mechanisms are weakened. If monetisation of national debts is a possibility, a country with insufficient fiscal

discipline exerts an externality on the other members of the system. To the extent that markets anticipate the monetisation of national debts, they raise nominal interest rates for *all* nominal securities. Foreign exchange market reactions concern the monetary union as a whole, and *not* simply the Member State that is responsible. At least initially, therefore, a national government may find it more attractive than before to avoid hard choices by running into debt. The penalties for such a policy are at least partly borne by the other members of the monetary union.

Underlying these concerns is a fundamental contradiction between the notion of supranational sovereignty over monetary policy and the notion of national sovereignty over fiscal policy when there is no hard and fast provision for what happens when the fiscal policy is not viable and monetisation – or some other form of ‘supranationalisation’ of debt – is the only alternative to outright default. This contradiction is even deeper than the well-known traditional problems of sovereign borrowing in foreign currencies. Any sovereign borrowing raises the question of what enforcement mechanisms might be effective, but sovereign borrowing by the member of a monetary union raises the additional question of what the roles of the union institutions and the other union members are when the member state in question is unable to meet its obligations.

To be sure, in the context of the European Monetary Union, the Maastricht Treaty provides for a clear insulation of the ECB from pressures generated by the Member States’ fiscal policies. However, in thinking about the issue, one must go beyond the existing legal texts and ask how the Union’s political and legal institutions will react to a crisis when it arises. After all, this is not the first contradiction that arises in the context of European integration from a lack of clarity in the division of responsibilities between national and supranational institutions. If it becomes virulent, it will be dealt with like others have been dealt with before, by a mixture of muddling through under existing rules and of rule adjustment. The benefits of being part of the venture altogether have always been felt to be so large that nobody was willing to break the system. I would therefore expect that, in a clutch, there will be some give-and-take involving the provision of some assistance to Member States that are in trouble in return for the installation of a more effective supranational control mechanism for fiscal discipline.

In the course of such dealings, the ECB and its role are likely to be part of the negotiating mass. At that point, the institutional safeguards provided by the Maastricht Treaty can be less than airtight. As part of a larger package, negotiated between the Commission and the Member States, a revision of the

basic constitutional rules of the European Monetary Union may not be impossible, especially if the revision goes along with the prospect of substantial improvements in the governance of fiscal policy. For such a package, which national parliaments have to approve wholesale or not at all, the requirement of parliamentary ratification in all Member States is rather less of a hurdle, because most national parliaments will be afraid of blocking a package that will surely be announced as yet another major step in European integration.

Even if the Treaty is not changed, there may be a legal issue: Could it be that a court of justice asserts that, first, in the name of higher principles of civil law, any state is legally obliged to fulfil its obligations on its domestic debts even if this requires upending the central bank's independence, and, second, in the name of solidarity within the European Union, the ECB is obliged to assist a Member State in avoiding default on its domestic, i.e. euro-denominated, debts? Given the treatment of such questions by the Constitutional Court in Germany, I believe that this possibility cannot be altogether ruled out.

Up to now, financial markets have hardly differentiated between the Member States of the European Monetary Union. Despite significant differences in debts and deficits, there are hardly any differences in the interest rates that different Member States have to pay.¹⁴ This might be due to market participants anticipating that, in the event of a crisis, some kind of 'supra-nationalisation' of debts will occur as a matter of course. They might also consider that the fiscal consolidation of the 1990s is still providing so much of a buffer that the prospect of such a crisis is still quite remote. At this point, therefore, the question of what incentives for fiscal discipline the system provides to Member State governments is very much up in the air.

17.2.6 The role of the central bank in a large, heterogeneous currency area

Assuming that the current institutional set-up will be maintained for some time, what are the implications for monetary policy? In the first place, the depoliticisation that has taken place is likely to have its effects on the spirit in which monetary policy itself is being carried out. The Bundesbank had always been part of the German political system, posing as a paragon of stability and exhorting the other major players in Germany – the trade unions and the government – to show more discipline. It played this role most emphatically in the final inflationary phases of a boom turning into a recession

¹⁴ For an empirical analysis of risk premia in European government bond markets, before and after EMU, cf. Bernoth et al. (2004).

in 1974, 1982 and 1992. Given its own contributions to the preceding expansions and given the strictness of the ensuing monetary tightening, it thus strengthened the procyclical elements in the overall macroeconomic policy regime and contributed to the sharpness of the recessions.¹⁵ By contrast, the ECB has no direct political counterparts. There is perhaps therefore less scope for such a demonstrative pursuit of stability. The ECB may be able to avoid some of the procyclical features that the Bundesbank's monetary policy exhibited.

At the same time, the ECB may become less resistant to the notion that monetary policy activism is not incompatible with monetary stability. As the US experience has shown,¹⁶ once a central banker feels that the political battle over the basic objectives of monetary policy and the importance of monetary stability has been won, he may himself be tempted towards an activist role in countering 'adverse' developments. Under the chairmanship of Alan Greenspan, the Federal Reserve was far removed from traditional Keynesian interventionism. However, from the liquidity injection after the stock market crash of 1987 to the 'correction' of inflationary pressures by monetary restraint in 1989, further on to the turnaround of 1990, which allowed commercial banks to re-establish their capital by playing the yield curve, to the interest rate 'shock' of 1994 and beyond, the Federal Reserve seems to have been driven by a belief in the fine-tuning of policy interventions to solve problems as they were coming up. The notion that each fine-tuning policy intervention might be the source of the next problem does not seem to have played much of a role.¹⁷

17.2.7 Reduced importance of exchange rates

A major change concerns the relative weights given to different variables to which the central bank pays attention. I expect the ECB to pay ever less attention to exchange rate movements. In principle, of course, the ECB, has always focused on inflation rates and monetary aggregates, just like the Bundesbank before it. In practice, however, in an environment in which the

15 For an account of the different players' roles in the earlier cycles, cf. Hellwig and Neumann (1987).

16 Or, for that matter, the Swiss experience, as documented in the other contributions to this volume.

17 Yet one can argue that the inflationary pressures of 1988/1989 were caused by the excessive liquidity injection after the crash, the solvency problems of US commercial banks in 1990 were caused by the interest rate shock of 1989, etc. For a general discussion of this issue, cf. chapter 14.

exchange rate is perceived to matter a great deal, the central bank is hardly able to avoid paying at least some attention to it. For all their insistence on monetary targeting, even the Bundesbank and the Swiss National Bank have always had an eye on the exchange rate.

Perceptions that the exchange rate is important may come from firms and industry associations that see the effects of exchange rate movements on competitive positions in their output markets. They may also come from the media trying to capture the public's attention as they portray exchange rate movements as evidence of good or bad performance by the government or the central bank, or as they tell people about the implications of exchange rate movements for their purchasing power. When such discussions take place, politicians and governments will join in and try to get the central bank to take account of the concerns that are being voiced. The discussions in Switzerland that led to the temporary replacement of monetary targeting by exchange rate targeting in 1979 provide a paradigmatic example, as does the initiative of Giscard d'Estaing and Schmidt to create the ERM.

In Euroland, the perception that exchange rates matter seems to have, by and large, disappeared. Given that most 'foreign' trade of firms in Euroland rests within Euroland, monetary union has dramatically reduced the dependence of firms' competitive positions on exchange rates. It has also reduced the immediate impact of exchange rate movements on consumers' purchasing power. Finally, it has eliminated the identification of the currency and its market valuation with any one country and with the performance of that country's government. In terms of public political discussion, therefore, the exchange rate has become a non-issue. This is bound to give the ECB more leeway to treat the foreign sector and the exchange rate with benign neglect, as the Federal Reserve has done for decades.

17.2.8 Euroland prices and inflation – statistical artefacts or matters of real-life experience?

An open question concerns the treatment of prices and inflation. As yet, one can hardly say that we have an integrated European economy in which deviations from the law of one price for any one commodity are the exception rather than the rule. Transaction costs, regulations and other barriers impede the kind of arbitrage that would make for Europe-wide markets. Price adjustment is mostly a matter of national markets. Moreover, it is fraught with frictions. Thus there have been and continue to be significant differences in the inflation rates of the different Member States. The Euroland inflation rate on which the ECB focuses corresponds to a weighted average of inflation

rates in the different Member States. The relevance of this average for the real-life experiences of people in these Member States is unclear. In 2000, for instance, at respective inflation rates of 5.3 percent and 1.4 percent, people in Ireland worried about inflation, people in Germany about the possibility of deflation.

To be sure, this is not just a problem of the European Monetary Union. Any statistical measure of inflation is an average, across regions as well as goods. However, in a homogeneous environment in which markets are more closely interrelated, differences in price movements are likely to be less pronounced, and an average measure of inflation is likely to be closer to people's actual experiences. Thus for thirteen German *Länder*, the growth of consumer prices from January 2005 to January 2006 ranged between 1.4 percent in Hessen and 2.5 percent in Brandenburg, with a mean of 2.0 percent and a cross-section standard deviation below 0.4 percent.¹⁸ By contrast, for the same period, consumer price inflation in Euroland ranged from 1.5 percent in Austria to 4.2 percent in Spain, with a mean of 2.3 percent and a cross-section standard deviation above 0.7 percent.¹⁹ There is no longer an outlier, like Ireland was in 2000, but even so: what meaning does a Euroland inflation rate of 2.3 percent have for people in Austria or in Spain?

Ironically, this might be less of an issue if European central banks had been less successful in fighting inflation in the past. If inflation is high, everybody shares the impression that prices are going up and that nominal values are not to be trusted. The common experience that the value of money is rapidly going down will dwarf the disparities across countries and regions, even if the disparities themselves are sizeable. By contrast, at low average levels of inflation, there is less of a shared perception that inflation is a problem.

The problem is a natural consequence of monetary unification with insufficient economic integration. With time, it may go away because the increasing interdependence of monetary systems and markets leads to a homogenisation of inflation across Euroland.²⁰ If the disparity of inflation rates and

18 Inflation data for the different *Länder*, except Bremen, Hamburg and Schleswig-Holstein, are available at http://www.statistik-portal.de/Statistik-Portal/de_inhalt21.asp. Averages here are calculated with weights assigned to the different *Länder* on the basis of 2003 consumption.

19 Inflation data and member state weights are available at http://epp.eurostat.cec.eu.int/portal/page?_pageid=0,1136173,0_45570701&_dad=portal&_schema=PORTAL.

20 At 0.7 percent the standard deviation of consumer price inflation across the members of Euroland in 2005 was somewhat less than it had been in 2000 (0.8 percent) when average inflation was actually lower (1.9 percent). However, it is too early to tell whether this corresponds to a longer-term trend or merely to the fact that there is no longer an outlier, like Ireland was in 2000.

inflation experiences in different countries persists, it may end up undermining the legitimacy of the ECB's policy with the public, or, more precisely, with the different publics in the various Member States. Grassroots support of the central bank as a guarantor of price stability is likely to be weaker if the policy concerns of the central bank do not resonate with people's experiences. For the Bundesbank, such grassroots support had been a reliable source of strength, providing a measure of protection against political attempts to subvert its institutional structure.

17.2.9 Summary

To sum up, at this point the European Monetary Union's commitment to monetary stability seems to be quite robust. Institutional arrangements, as well as the constellation of political interests, provide fairly strong support. The problem of effective governance for fiscal discipline has not been solved. Some further institutional change is to be expected if and when this problem becomes acute. However, I would not expect such change to concern the basic principles of central bank independence and monetary stability.

In consequence, I also expect monetary policy to be as stable as anything that can be expected from an institution that is run by people. As people change, as people's perceptions of the problems and techniques of monetary policy change, there are bound to be changes in policy rules and in policies, with implications for market expectations and market prices. However, it seems unlikely that any of this should come close to the kind of subservience of monetary policy to fiscal needs that was at issue in OECD countries in the 1970s and 1980s and that is still an issue in parts of the world today.

17.3 Switzerland as an island in Euroland

17.3.1 Euro-isation of the Swiss monetary system?

What are the implications of European Monetary Union for Switzerland as an island in Euroland? From the time when the prospect of European Monetary Union was beginning to loom on the horizon, I remember hearing questions as to whether Switzerland would be able to retain its own currency at all. Wouldn't the ECU be so much the dominant currency that everybody would expect to be dealing in ECUs, leaving no room for transactions in Swiss francs? What else could one conclude if only one took a look at a map showing continental Europe occupied entirely by the European Union, with only a small white spot in the centre?

I have always wondered why such questions were to be taken seriously.

To be sure, a map with a small white spot in the centre of a large homogeneous land mass makes for a suggestive picture,²¹ but this is no substitute for an argument. Analogies with Panama or Israel seemed beside the point. In both these countries, the dollarisation of large transactions had more to do with institutions, policies and inflation, rather than the relative smallness of these countries. The same is true of countries, e.g. in Latin America, that have dollarised their currencies without actually abandoning them. Institutions and policies in Switzerland seemed far from inducing anything similar.

To be sure, the tourist or businessman coming to Switzerland might be so used to paying in euros that he couldn't even conceive of foreign currency any more, at least not on the European continent. However, the willingness and the desire to accommodate such a person's needs would not automatically be grounds for a euro-isation of transactions in Switzerland. Having the internal payments system run on Swiss francs and accommodating the careless foreigner's needs in euros would actually seem like a wonderful mechanism for price discrimination.²² Why should anyone want to give this up?

17.3.2 Dependence of the economy on the foreign sector

Nevertheless, the question of what the implications of the euro are for Swiss monetary policy is of substantial interest. For Switzerland as a small country, the 'foreign sector', i.e. cross-border economic activities in trade and capital accounts, is very important. To convey an idea of orders of magnitude: in 2004, exports and imports of goods each exceeded 30 percent of gross domestic product (GDP), exports and imports of tourism services and exports of banking services each were in the order of 3 percent of GDP; net capital income from abroad amounted to roughly 11 percent of GDP, net capital exports to roughly 17 percent of GDP. By comparison to other countries, all these numbers are quite large. The foreign sector is significantly more important for Switzerland than for any one of the larger Member States of the European Union, let alone the European Union or Euroland as a whole.

Moreover, the foreign sector exhibits strong links to the euro area. In their study 'Optimal currency areas', Alberto Alesina, Robert Barro and Silvana Tenreiro suggest that Switzerland would actually be a natural candidate for

21 The suggestiveness of the picture is reinforced by the fact that, for Europe in 1940, one might have drawn a similar map. The same is, however, true of Europe in 1640, when the Swiss Confederation was the only state not involved in the Thirty Years' War. The map looks the same, but the underlying structure is different.

22 At the time of writing, machines selling tickets for local public transportation in the area of Berne did take euros – at a rate that is some 5 percent below its value in organised exchanges.

membership in the European Monetary Union, more so than some of the actual members of EMU.²³ Their suggestion is based on the observation that the share of Switzerland's trade with the euro area is very high and that, already in the 1960–1997 period, price and output movements were strongly correlated with price and output movements in Euroland, indeed significantly more strongly than with the United States or Japan. According to Alesina et al., the high trade share indicates that there is significant potential for gains from further specialisation under monetary union; the high price and output correlations indicate that there would not be much of a loss if the competence for macroeconomic stabilisation policies were shifted from the national to the European supranational level. Given that Switzerland has not shown much of a taste for Keynesian stabilisation policies, the latter concern is probably less relevant for Swiss policymakers than the notion that independence in monetary policy provides some protection against unwelcome changes in the overall monetary policy stance of Euroland. However, the numbers presented by Alesina et al. do highlight that the Swiss economy is extraordinarily inter-related with the economies of the euro area. The question as to how the Swiss foreign sector might be affected by European Monetary Union is therefore of major importance.

In discussing this question, one must distinguish between the effects of European Monetary Union and the effects of Switzerland being a small country with a great sensitivity to the 'foreign sector'. The latter played a role long before the European Monetary Union came into being and would still play a role if the European Monetary Union did not exist. For example, in Switzerland, there is significant public awareness of the exchange rate as a key price variable. This awareness is due to the fact that so much economic activity is seen as being affected by the exchange rate. The interest rate also plays a central role, but then, as Swiss interest rates – both real and nominal – are usually lower than interest rates elsewhere, the interest rate is usually not perceived as being offensive.²⁴ Wage rates, which play a central role in Germany, are not perceived as macroeconomic variables, because wage setting is quite decentralised.

In Switzerland, the exchange rate is the price variable that is most distinctly perceived as having a macroeconomic dimension and that gives rise to complaints about monetary policy. The virulence of such complaints does not

23 Alesina, Barro and Teneyro (2002).

24 The period around 1990, when short-term rates were unusually high, was the major exception and was very much experienced as such.

depend on the existence of the European Monetary Union. Long before EMU, in the 1971–1984 period, the Swiss franc was the currency that exhibited the highest rate of appreciation and the third highest volatility in the world, the latter behind the US dollar and the pound sterling.²⁵ Complaints about the exchange rate were such that, for a short while, in 1979–1981, the SNB felt compelled to target the exchange rate, rather than the money supply. In the twenty-five years since then, both the rate of appreciation and the volatility of the exchange rate have been lower.²⁶ However, the exchange rate has always played a central role in public discussion and in the thinking of the SNB.²⁷

17.3.3 Does EMU affect the exchange rate exposure of Switzerland?

How does the European Monetary Union affect the interplay between exchange rates, the Swiss economy and Swiss monetary policy? This question comes in three parts: first, in what sense are exchange rate movements affected by the European Monetary Union? Second, what does this imply for the Swiss economy? Third, what are the consequences for Swiss monetary policy, in normative as well as political-economy terms?

In addressing the first subquestion, it is important to appreciate that exchange rate movements involve a significant element of randomness. Even without any remarkable turbulences in currency markets, the past ten years have seen significant changes in market assessments and sizeable exchange rate fluctuations that defy theoretical explanation, roughly 5 to 10 percent up or down from one year to the next. In the post-Bretton Woods era, such exchange rate fluctuations have not been limited to short-run, day-to-day or month-to-month fluctuations, but have sometimes persisted over several years.²⁸ The appreciation of the dollar in the first half of the 1980s is one example, its depreciation in the mid-1990s and appreciation around 2000 are others.

The literature on excess volatility phenomena in asset markets suggests that such apparent randomness is a normal feature of any asset price; for exchange rates, this randomness may be reinforced by the fact that there is nothing like the calculation of discounted present values of asset returns which might serve as an anchor for expectations. Expectations are therefore more easily affected by the ‘story’ of the day. The same people who revel in the marvels of US capitalism or the growth potential of the US economy on one

25 Cf. Danthine and Lambelet (1987), p. 155.

26 Still, the Swiss franc was the currency that appreciated most over this period.

27 For contemporary contributions, cf. Capitelli and Buomberger (1990); Rich (1990); Schiltknecht (1990). A later account of this period is provided by Rich (2003).

28 For a recent survey, cf. Rogoff (2001).

day will fret about twin deficits the day thereafter – without ever doing the full analysis for either story.²⁹

Does the euro affect the vagaries of exchange rates? Three considerations seem relevant: first, the unification of currencies eliminates the diversification of nominal exchange rate risks that is naturally present when one is dealing with multiple currencies. As long as price movements differ across Member States, there is still significant diversity in *real* exchange rate movements. However, to the extent that price movements in Euroland will become more synchronised, this diversification of real exchange rate risks will disappear. There is some prospect, therefore, that over the medium run, the currency unification provided by EMU will provide Switzerland with a less highly diversified environment, for real, as well as nominal exchange rate risks.

Second, improvements in the governance of monetary policy and the commitment to monetary stability in Euroland have eliminated the prospect of turbulences of the sort that we have seen in past currency crises. This should perhaps not be attributed to European Monetary Union as such, but to the changes in attitude to monetary stability that I discussed above. However, it is difficult to separate these matters. Given that the European Monetary Union has improved the institutional infrastructure, one may as well treat this as an effect of the European Monetary Union.

Third, as discussed above, it seems likely that the ECB will simply pay less attention to the exchange rate and to other cross-border concerns than national central banks have done in the past. The term ‘benign neglect’ may come to describe the ECB’s attitude to the foreign implications of its policies and operations, just as it has described the attitude of the US Federal Reserve for a long time. Changes in the monetary policy stance taken in Frankfurt and the changes in interest rates and exchange rates that they induce may come to be more of a disturbing factor than they were at a time when the Swiss National Bank and the Bundesbank had parallel interests, at least *vis-à-vis* the US dollar.

17.3.4 Implications for the Swiss economy

Given these considerations, I expect that we shall see more of the sort of 5 to 10 percent swings from one year to the next in nominal exchange rates that we have seen over the past fifteen years, induced sometimes by ‘noise’ or

29 Either way, the ‘story’ of the day provides material for infotainment in the media that treat the daily advances and retreats of asset prices in currency exchanges or stock markets as if they were writing about football or baseball games and their impact on the annual league competition or pennant race.

by changes in ‘stories’ and expectations, sometimes by changes in the stance of monetary policy for one currency and by inflation differentials, and sometimes by changes in economic activities. These swings are not nearly as dramatic as the currency crises of the 1970s. However, their impact on the Swiss economy will be enhanced when price movements in Euroland become more synchronised and the reduction of diversification concerns real as well as nominal exchange rates.

A certain element of diversification will still be provided by the lack of synchronisation between developments in the United States and developments in Euroland. This is important because the foreign sector of the Swiss economy has a lot to do with the US dollar. The suggestion to the contrary in Alesina, Barro and Tenreyro is at least partly based on their looking only at the trade side of the foreign sector.³⁰ For the capital account, the US dollar is more important than the euro, with some variation from year to year, but no discernible downward trend.³¹ Switzerland’s activities as a financial centre, as an exporter of capital, and as a recipient of a substantial amount of capital income from abroad have more to do with the US dollar than with the euro.

Altogether, I do not see the European Monetary Union as having a major impact on the Swiss economy. Exposure to shocks coming from abroad should be roughly comparable to what it has been over the past fifteen years. The reduced diversification and the difference in monetary policy institutions can have some effects on the details of the patterns of the shocks, but the differences are likely to be small. After the creation of EMU, as before, Swiss firms have to live with the fact that every now and then, unforeseen events abroad have a substantial – adverse or favourable – effect on the conditions in which they are doing business. The SNB has to live with the fact that, when such events occur, the economic sectors that are adversely affected will complain, because in their view it is the National Bank’s task to manage the exchange rate and to insulate them from such shocks.

17.3.5 Implications for Swiss monetary policy

Should the National Bank take notice? On the surface, this question concerns the details of what variable should serve as short-run and intermediate targets of monetary policy, what instruments are available and how the in-

30 Alesina, Barro and Tenreyro (2002).

31 Thus, for 2004, the Swiss National Bank reports portfolio investments and bank loans of 51.4 billion Swiss francs in US dollars as opposed to 28.9 billion francs in euros; as for direct investments, in 2004, 13.5 billion francs went to Euroland and 11.7 billion francs to the Western hemisphere.

struments relate to the targets. According to an old prescription, the choice of intermediate target should depend on whether shocks to the economy are mainly nominal or real. With a prevalence of nominal shocks, in particular shocks to money demand, it is preferable to have a price variable as an intermediate target; with a prevalence of real shocks, it is preferable to have a quantity measure of 'the money stock' as an intermediate target. If we think of shocks coming from the foreign sector as being largely nominal, caused for instance by shifting expectations in exchange markets, this prescription would call for a price variable as the appropriate intermediate target. In other words, the central bank should take notice of shocks coming from abroad. The only question then would be, what is the appropriate price variable or the appropriate mix of price variables to be concerned about?

However, how do we know when shocks are purely nominal? Even if we have good reasons to believe that we have identified a shock as being nominal, could it not be correlated with a real shock that also needs to be taken into account? Recall the dilemma of Swiss monetary policy in 1990 and 1991. The high-interest-rate policies pursued by the United States, the United Kingdom and Germany put pressure on money markets and currency markets throughout the world, including the Swiss franc. Was this a nominal shock, to be balanced by an apparently restrictive monetary policy attuned to the reduction in the rest of the world's demand for Swiss francs? Or was this a real shock, as the concomitant recession in the United States and the United Kingdom reduced – and the German unification boom increased – foreign demand for Swiss exports? I suspect that, at the time, the SNB did not address the problem in these terms, preoccupied as it was with the domestic inflationary pressures that had resulted from its excessive liquidity creation in late 1987 and 1988.³² However, even if one gave top priority to the need to restrain inflation, the question of how much restraint was already being imported from abroad should have been highly relevant.

By now, traditional notions of interest rates or exchange rates as appropriate price variables to be concerned about when there are nominal shocks have been replaced by the notion of inflation targeting or inflation forecasting as being closer to the ultimate concerns of a policy devoted to monetary stability. Conceptually, this is again a price variable, albeit one that is not identified

32 According to Capitelli and Buomberger (1990), this excess liquidity creation itself was the result of a domestic nominal shock and might have been avoided if the SNB had paid more attention to exchange rates and interest rates. The contrary view is maintained by Rich (1990). Cf. also Rich's (2003, pp. 43–44) reference to monetary policy tightening as a way of countering "the attack on the Swiss franc" in 1992.

with any one market. The basic problem of how to assess the implications of a given exchange rate shock and how to determine whether the central bank should react is as relevant under inflation targeting as under any other regime, and is just as difficult to deal with.

*17.3.6 Competitiveness rhetoric and the political economy
of structural change*

In any case, one should beware of thinking about the problem solely in terms of the nature of shocks and the best technique for a stability-oriented central bank to be dealing with them. At a deeper level, the problem goes beyond these technical questions and concerns the overall governance of the Swiss economy, in particular, the mode of structural change.

For a long time now, one of the most vociferous complainers has been the Swiss tourism industry. Too high a value of the Swiss franc, they say, ruins the industry's ability to compete with tourism industries elsewhere, particularly Austria. However, as is often the case when an industry complains about the lagging competitiveness of 'the national economy' and refers primarily to itself, at least part of the story is a matter of shifting comparative advantage. The tourism industry had initially owed some of its prosperity and growth to the availability of cheap labour in overpopulated mountain valleys. By now, this labour is no longer cheap. A combination of increased mobility and economic progress in other sectors has provided labour with better opportunities elsewhere. The industry's need for adjustment is a natural consequence of this change, a result of competition with the Swiss banking, pharmaceutical and engineering sectors. The point is that an industry's 'competitiveness' is a matter of input as well as output markets. The success of the Swiss tourism industry depends not just on how it does relative to the Austrian tourism industry in competition for customers, but also on how it does in competition with other sectors of the Swiss economy in competition for labour. Its overall viability depends on the relation between pricing conditions in output markets and input markets. Exchange rate movements that worsen this relationship for the tourism industry can be a consequence of shifting comparative advantage, induced by an increasing competitiveness of firms in other sectors of the Swiss economy.

In this context, there is some danger in treating the exchange rate as a political price. An exchange rate that is seen as being set by policy, rather than by the market, will be the subject of politics. Firms whose competitive positions are strongly affected will complain about it without caring about such niceties as whether their experience reflects a nominal shock or a change in

comparative advantage. If the complaints are effective, structural change can be impeded, at least in the short run; in the medium and long run, the adjustment will probably occur anyway as the more successful domestic industries bid input prices further up. The complainers' margins are then squeezed by wage increases, rather than the appreciation of the nominal exchange rate. When comparative advantage shifts from one sector to another, domestic inflation and the change in the real exchange rate that it induces can be as merciless a force for structural change as an appreciation of the nominal exchange rate. However, in the process, the economy suffers from the inflation.

Even more importantly, the economy would suffer from the development and possible entrenchment of attitudes assigning the responsibility for the economic successes and failures of individual firms and industries to the institutions of monetary policy or, more generally, to the government, rather than to the parties in question. Such attitudes would undermine the notion of self-reliance as one of the mainsprings of economic prosperity.

17.3.7 Does Switzerland's role as a rentier affect the political economy of structural change?

By comparison to other countries, for Switzerland, the political economy of structural change in response to shifts in comparative advantage is complicated by the fact that, to some extent, the shift is due to returns on capital. Institutions and individuals from Switzerland are major investors in the rest of the world. The returns that they earn on their investments are a major item in the Swiss current account. At 11 percent of GDP in 2004, net capital income from abroad was exceptionally high – and is likely to rise even more.³³ At 17 percent of GDP, capital exports were higher still. However, unless Switzerland wants to make a free gift of goods and services to the rest of the world, there will have to be a time when capital exports fall short of net capital income from abroad. At that time, net capital income from abroad will be at least partly matched by a deficit in the trade balance, i.e. exports of goods and of labour-based services must fall short of imports. After all, capital exports and the net outflow of goods and services that they require represent just one side of an intertemporal exchange; the other side is represented by subsequent net capital income

33 The long-term significance of this factor has already been pointed out by Danthine and Lambelet (1987), p. 155. It is tempting to speculate that the long-term real appreciation of the Swiss franc that we have seen, which seems to be in conflict with any theories of purchasing power parity or of (uncovered) interest parity, might be a reflection of this development.

from abroad and by the net inflow of goods and services for which this income provides.³⁴

When the other side of the intertemporal exchange involved in capital exports comes home to roost, some firms and industries in Switzerland will find that, at least in relative terms,³⁵ they are losing ground to foreign competitors. If they identify the exchange rate as a proximate cause of their difficulties, we can again expect them to complain. However, this is an instance of structural change induced by intertemporal exchange, with a shift in comparative advantage towards the earning of returns on capital, rather than any other active production. Political discussion about this change is likely to be quite different from previous instances. The 'rentiers' who receive the net income from abroad may be just as hostile as any firm to seeing the currency appreciate. After all, an appreciation of the Swiss franc relative to other currencies devalues their holdings abroad, which, for the most part, are not denominated in Swiss francs. Even though these rentiers are more dispersed and presumably less well organised than an industrial lobby, they should not be underestimated as a potential political force. Given the immediate relevance of the exchange rate for their real incomes, they may well contribute to a public perception that the exchange rate is, or ought to be, a political price.

17.4 Financial stability and the lender of last resort: does EMU make a difference?

A discussion of the implications of the European Monetary Union would not be complete without a consideration of the role of the central bank as a lender of last resort. Under the home-country principle, banking regulation and banking supervision are purely national concerns. The potential lender of last resort, however, is a supranational institution. One may wonder how these things go together.

34 Cf. Bulow and Rogoff (1989). Under the assumption that expected present values of net capital exports and of net capital income from abroad over all future periods are finite, their argument implies that, if a country begins by exporting capital, there has to come a time when the expected present value of net capital exports over all future periods must be less than the expected present value of net capital income from abroad over all future periods. As shown by Hellwig and Lorenzoni (2003), the assumption that expected present values are finite is restrictive, but even if this condition breaks down, intertemporal exchange involves a quid pro quo under which periods of net resource flows in one direction are followed by net resource flows in the reverse direction.

35 In absolute terms, there need not be a decline. The high level of wealth that generates the desire to consume some of the net capital income from abroad could also support a high level of domestic demand. The argument is akin to Ohlin's critique of Keynes on the transfer problem.

From the Swiss perspective, this question is important because the financial sector in Switzerland is large and transcends national borders. Switzerland is home to two of the world's largest financial institutions (they used to be three!); the country also hosts affiliates of practically every financial institution that aspires to play an international role. Financial services are a major export industry. Financial institutions in Switzerland are very much interrelated with financial institutions elsewhere, in particular with financial institutions in Euroland. Financial stability in Switzerland is thus closely tied to financial stability in Euroland.

17.4.1 Problems in banking as a potential problem for the economy

Given the size of the Swiss banking sector, problems in this sector are problems for the whole economy, even more so than in other countries. Switzerland had a taste of such problems in the early 1990s, when high interest rates and an inverted yield curve combined with poor loan performance and a downturn in real estate markets to put the banking sector in a difficult situation, including a full-fledged crisis of regional and cantonal banks with poorly diversified activities. The stagnation of the Swiss economy in these years, with GDP declining 1 percent from 1990 to 1991 and then remaining constant for the next three years, must be at least partly ascribed to the fact that banks were not in a position to lend as freely as they had done in better years. Financial sector employment shrank by more than 10,000 people, some 5 percent of the overall decline in employment.

Yet the banking crisis and the recession of the early 1990s in Switzerland were comparatively mild. Open bankruptcies of banks could for the most part be avoided by having the failing banks taken over by one of the big banks.³⁶ The big banks were in a better position than the regional and cantonal banks because they were better diversified. High interest rates, poor loan performance and depressed real estate markets caused problems for them as well, but they could compensate their losses in traditional banking activities in Switzerland by profits from their securities and trading activities internationally, in particular in derivatives. These profits provided a buffer not just for the big banks, but for the banking system as a whole, which the big banks were able to support in a time of stress.

To get an idea for what a full-fledged banking crisis can mean for a small, highly developed economy, one must look at the experience of the Scandinavian countries in the early 1990s. The recession of the late 1980s/early

36 The exception was Spar- und Leihkasse Thun in 1990. Cf. chapter 7.3.3.

1990s, which hit most OECD countries, was particularly pronounced in the Scandinavian countries, where it was accompanied by banking crises. Thus in Sweden, unemployment went from 1.4 percent in 1990 to 9.4 percent in 1994. Real GDP declined by 5 percent from 1991 to 1993.³⁷ Although, to some extent, this downturn can be attributed to the Riksbank's defending the currency by a policy involving exorbitant interest rates (with call money rates at 500 percent p.a.), there is a consensus that the banking crisis played a major role as two out of five large banking institutions, as well as many finance companies, became insolvent and company lending was drastically reduced. Between 1990 and 1993, bank lending in Sweden declined by 21 percent, and private investment by 35 percent.

From the Swiss perspective, it is instructive to look at orders of magnitude. Including provisions for future losses on loans that were still performing, total loan losses of Swedish banks amounted to 75 billion Swedish kronor, roughly 5 percent of GDP, in 1992. Cumulatively, over the 1990–1993 period, they amounted to 17 percent of total bank lending, or 165 billion Swedish kronor.³⁸ During this period, bank profits excluding loan losses were roughly constant at 25 to 30 billion Swedish kronor per year. When the Swedish government stepped in to save the banks (though not the banks' owners), it had to put up some 65 billion Swedish kronor, or 4 percent of GDP, in additional funds; as a result, its overall deficit rose to 12 percent of GDP in 1993. A significant part of this aid was later recovered through asset sales, dividends and privatisations,³⁹ but in the short run, the support of the banks crippled the Swedish government's finances, eliminating any scope for active fiscal policy in what turned out to be the sharpest recession since the Great Depression.

Turning from Sweden to Switzerland, I note that, in 2004, GDP was 446 billion Swiss francs; total government spending, 53 billion Swiss francs. In that year, UBS listed total assets of 1,737 billion Swiss francs, and Credit Suisse total assets of 1,089 billion Swiss francs, i.e. these two institutions alone had total assets that were more than 500 percent of GDP. As these institutions have pursued their diversification and internationalisation strategies, the role of bank lending has been reduced, but even so, their total lending in 2004 amounted to 416 billion Swiss francs. In relation to the Swiss economy and the Swiss government budgets, both of these institutions are much larger than the largest Swedish banks were in the 1990s.

37 The following account is based on Englund (1999).

38 According to Englund (1999), bank lending was at 354 billion Swedish kronor in 1985 and grew 174 percent from 1985 to 1990.

39 Even so, the final cost to the taxpayer is estimated at 35 billion Swedish kronor.

If ever these institutions were to go through an experience like that of the Swedish banks in the early 1990s, the government would find it that much more difficult and burdensome to try and save the country from the fallout of the crisis. Indeed, it is doubtful whether a performance like that of the Swedish government would even be feasible. While to date, we are used to thinking of some banks as being ‘too big to fail’, because the government is unwilling to face the consequences of letting them go under, the Swiss banks may in fact be ‘*too big to be rescued*’ in the sense that, even as it tries to rescue them, the government would be crippled by the task.

If one thinks of bank failures and banking crises as resulting from the reckless behaviour of bank managers, encouraged by explicit or implicit state guarantees, the discrepancy between the size of financial institutions in Switzerland and the size of the overall economy contains a reassuring element. The managers in charge of the major financial institutions are unlikely to have any illusions about the ability of their country to rescue these institutions in a crisis. Indeed, this awareness may have contributed to their being among the most advanced institutions in applying modern techniques of risk management and risk control.

17.4.2 Systemic aspects of risk in banking and finance

However, a bank’s exposure to risks is not always due to recklessness motivated by a reliance on a too-big-to-fail policy of the government. Sometimes recklessness is motivated by individual incentives of a person in an organisation, sometimes the risks in question are underestimated, and sometimes it is not even possible to have a reliable estimate of what the risks might be. Underestimations of risks seem to have been important as a reason for excessive lending to sovereign states in the late 1970s and to small firms and real estate in the late 1980s. The underestimations were probably reinforced by herding effects and their implications for the incentives of individuals. At the time, even people who had misgivings may have refrained from speaking up for fear of being branded as outsiders who were not really ‘with it’. Personal incentives play an even greater role when individual career prospects depend on delivering profits – and risk-taking provides the prospect of earning large profits with some probability.⁴⁰

40 An example is provided by the old Union Bank of Switzerland, where Mathis Cabiallavetta rose to the top at least partly on the strength of profits from derivatives trading. In charge of risk control as well as trading, he had insufficient incentives to look closely enough at what his derivatives traders were doing; in the Asian crisis of 1997, the bank suffered the consequences when profits turned into losses amounting to more than 600 million Swiss francs. Cf. Schütz (1998).

Sometimes, however, even diligent risk managers will be unable to assess the risks to which their institutions are exposed. A major difficulty is posed by risk correlations, which can be hard to measure because they can vary by the day or the week. Thus a major question for any risk-shifting contract is to what extent the counterparty credit risk is correlated with the underlying risk that the contract is ostensibly shifting to the counterparty. A bank that makes a fixed-interest loan and that uses an interest rate swap to hedge the interest rate risk is still exposed to the counterparty credit risk that its partner might be unable to perform if short-term rates go up and the counterparty should be paying a lot. In the Thai crisis of 1997, international banks that had made dollar loans to Thai banks that made dollar loans to Thai firms found that the risk of a devaluation of the baht against the US dollar was not effectively hedged: When the baht was devalued, the firms whose customers in Thailand were paying in baht found themselves unable to service their debts and went under – as did the Thai banks whose loan clients had become insolvent.⁴¹

Correlations between counterparty credit risks and other risks are practically impossible to assess with any satisfactory degree of reliability. As illustrated by the Thai example, the position of one's own counterparty in turn depends on the counterparty's counterparties and so on, i.e. on the whole network of contracts. Examples like Baring Brothers or Orange County in the mid-1990s show that any one of these counterparties' positions can change in a matter of days or weeks. Even for the parties that are involved, it hardly seems possible to assess these changes in a timely manner as they occur.

The problem is further complicated by the interrelation of institutions with asset markets. In the LTCM affair of 1998, the Federal Reserve intervened mainly because it was afraid of domino effects that might occur if LTCM were forced to liquidate its assets; bond prices would drop, and the drop in bond prices would affect the solvency of other institutions.⁴² From an *ex ante* perspective, the challenge for risk management would be to assess the risks of changes in market prices that might be caused by failing institutions, perhaps also to assess the counterparty credit risks that might arise because the parties with whom one is contracting might be exposed to such risks of changes in market prices that might be caused by failing institutions, and so on.

Given this level of complexity of counterparty credit risks in the financial system, one is bound to have some sympathy for the practitioner who claims

41 For an account of this problem that predates the Asian crisis, cf. Hellwig (1995).

42 For an account of an instance where such domino effects through markets did occur, cf. Schnabel and Shin (2004).

that risks from systemic interdependence cannot be handled by risk management at the level of the individual institution, but must be left to be handled by the central bank as the lender of last resort.⁴³

17.4.3 Prerequisites of timely, effective and sustainable policy intervention

However, we should not think of the central bank as a *deus ex machina*, whose mere appearance on the scene is sufficient to put things right and avert a systemic crisis. To be successful, the central bank's intervention must be timely, effective and sustainable. None of these properties can be taken for granted.

To be *timely*, central bank intervention must occur *before* a bank failure, or even the rumour of an impending failure, has put markets into a state of panic. However, the central bank must also beware of intervening prematurely, at a time when private solutions to existing problems are still available; otherwise, it risks raising the moral hazard that is associated with any too-big-to-fail doctrine. To be *effective*, central bank intervention must be attuned to the problem at hand. In some instances, it may be appropriate to intervene by trading in the open market, as was the case in the United States in 1990, when the turnaround in monetary policy lowered interest rates and enabled commercial banks to rebuild their equity by playing the yield curve. On other occasions, it may be necessary to target the intervention to a particular institution, as was the case for Continental Illinois in 1984 or LTCM in 1998.⁴⁴ To be *sustainable*, the intervention must be within the central bank's means and must be perceived as such. In Germany in 1931, the Reichsbank's policy of providing rediscounting to the Danat Bank even when it was insolvent was not sustainable because, in the event of the run on the Reichsmark, the Reichsbank ran up against the legally mandated coverage requirements for its currency issue.⁴⁵ In the Swedish crisis of the early 1990s, the government's intervention to rescue the banks would not have been possible if Sweden had been subject to the Stability and Growth Pact, and if the Pact had been strictly enforced.

Timeliness, effectiveness and sustainability of an intervention to avert a systemic crisis require a significant amount of cooperation and coordination

43 Wuffli (1995).

44 Whether the LTCM intervention should be treated as a central bank intervention at all is a matter of dispute. After all, the Federal Reserve's role was merely to get private institutions to provide a rescue package for LTCM. However, it is hard to imagine the Fed's having taken this role without at least an implicit commitment as to what it would do if systemic developments were to go against the parties whose cooperation it was mobilising.

45 Cf. Schnabel (2004).

among the different institutions that are involved. In the first instance, the central bank as lender of last resort must be well informed about the situation. It must have a clear idea about the reality behind the numbers in the banks' books. It must also have some appreciation of the potential externalities of a bank's failure on other institutions and on markets. In most countries, this information tends to lie with the bank supervisors and is available to the central bank only to the extent that the two institutions cooperate.

For effectiveness and sustainability, there must also be no question about the central bank's competence to intervene and about the allocation of the cost of intervention. This requires some agreement with the government, more precisely, the minister of finance. If the central bank wants to avoid losing control over its monetary policy, there must be some understanding that the monetary effects of the intervention will be sterilised and that the cost will be assumed by the government, as an explicit burden on the taxpayer, rather than an implicit one, through the inflation tax. If there is any disagreement – or even delay in agreement – on this point, the appropriate opportunity for intervention may be lost. Subsequent attempts to repair the damage may be less effective and more expensive.

For financial institutions that operate internationally, the problem of ensuring the timeliness, effectiveness and sustainability of public intervention to avert a systemic risk concerns multiple central banks, multiple banking supervision authorities and multiple ministers of finance. Their cooperation is needed to establish the requisite transparency as to the actual state of the different financial institutions and of the financial system as a whole. Their cooperation is also needed to allocate responsibilities and to provide support to the institutions of any one country, lest there be any doubt in the market as to whether the country is able to handle its part of the crisis.

17.4.4 Banking supervision and financial crisis management in Euroland

In Euroland, the problem of ensuring the timeliness, effectiveness and sustainability of public intervention to avert a systemic risk is compounded by the fact that banking supervision and central banking have different geographic domains. Whereas central banking has become supranational, banking supervision remains in the domain of the Member States. Each financial institution is supervised by the supervisory authorities of its own 'home country'. Supervision takes place under national laws and regulations.

National laws and regulations must conform to the relevant European directives, which provide for some harmonisation of rules, as well as a general principle of mutual recognition of 'home country' regulation and super-

vision. European directives are proposed by the European Commission and approved by the Council. Once a directive has been approved, each Member State is legally bound to implement it. Within each Member State, responsibility rests with the minister of finance.

The actual organisation of supervision differs across Member States; in some Member States, banking supervision is performed by the central bank, in others, it is performed by a special bank supervisor, in others still, it is performed by an integrated financial services supervisor. As a rule, bank supervisors are not independent and must take orders from their finance ministers, even in countries where banking supervision is done within the central bank.⁴⁶ The practical implications of this rule differ across countries, depending on the extent to which the country's political culture involves a tradition of respect for professionalism in specialised authorities.

Given the fragmentation of financial supervision in the European Union, the question of how to ensure the degree of coordination and cooperation among authorities that is needed for the Single European Market in banking and finance to work has been a matter of major concern. In two reports, one on financial stability and one on financial crisis management, the Economic and Financial Committee⁴⁷ has investigated this question and issued a number of recommendations. These reports were endorsed by the Council and formed the basis of two Memoranda of Understanding concerning cooperation in crisis situations, a first one concluded in 2003, which involved the different bank supervisors and central banks,⁴⁸ and a second one concluded in 2005, which brought in the finance ministers as well.⁴⁹

The Economic and Financial Committee's Report on Financial Crisis Management stressed the importance of having timely and sufficient information for identifying and handling financial crises, defined as situations in which one or more financial institutions are unable to meet their obligations, with possible repercussions for the rest of the financial system.⁵⁰ The report also stresses the need to identify beforehand which authority is responsible

46 The independence that national central banks are given by the Maastricht Treaty covers only the functions they have in the European System of Central Banks.

47 Created by the Maastricht Treaty, the Economic and Financial Committee has the task of reviewing the economic and financial situation of the Member States and reporting regularly to the Council and the Commission (Art. 114). It consists of representatives of the Member States, of the Commission and of the ECB. Cf. Economic and Financial Committee (2000, 2001).

48 European Central Bank (2003a).

49 Council of the European Union (2005).

50 Economic and Financial Committee (2001), p.9.

for effective coordination and for decision-making, arguing that, in the case of banks, securities firms or insurance companies, it is natural to assign this role to the “supervisor who exercises consolidated supervision”, and calling for an agreement on who is to fill this role in the case of a financial conglomerate.⁵¹ Whereas private sector solutions are to be given precedence, the report recognises that, sometimes, public sector intervention may be necessary. In some cases, this may take the form of emergency liquidity assistance from the central bank. According to the report, emergency liquidity assistance in Euroland “is primarily a national responsibility and national arrangements continue to apply” and “[...] mechanisms are in place to ensure that any potential liquidity impact [...] can be managed in a way consistent with the maintenance of the appropriate monetary policy stance”.⁵² The report further recognises that, in exceptional circumstances, more drastic support measures may be needed, from the support of deposit insurance funds to outright government intervention in restructuring and recapitalising ailing institutions.⁵³ Winding down the troubled institution is of course also a relevant alternative; in this case, authorities are faced with the problem of minimising the fallout on the rest of the financial system.⁵⁴

According to the public announcements that were made,⁵⁵ the Memoranda of Understanding provide principles and procedures for cooperation between the participating institutions. In particular, they serve to identify the authorities responsible for crisis management and provide the basis for sharing information between authorities, specifying the required flows of information and the practical conditions for cross-border information flows, and setting up the logistical infrastructure to support this cross-border cooperation.

17.4.5 Concerns about the viability of arrangements in Euroland

The assignment of tasks between national supervisors, national central banks and the ECB that is sketched in the preceding account reflects the different institutions’ interests. As financial crises are identified with the difficulties of individual institutions and responsibilities are assigned to national supervisors, national central banks and national governments, the ECB is moved to the background, if not kept out of the picture altogether. This

51 Economic and Financial Committee (2001), p. 17.

52 Economic and Financial Committee (2001), p. 23.

53 Ibid.

54 Economic and Financial Committee (2001), p. 24.

55 The Memoranda themselves are not public information.

arrangement preserves national prerogatives over banking supervision. It also has the potential to protect the ECB from the adverse incentive effects of private institutions taking support from the lender of last resort for granted, as well as the danger of having monetary policy corrupted by the need to deal with developments in the financial sector where the ECB has no say.

However, I have serious doubts about the viability of the arrangement. The Report on Financial Crisis Management is silent on some issues that might mar the tidiness of the picture. Yet these very issues are at the centre of potential conflicts that may be the cause of frictions in the management of a crisis by the public sector authorities that are involved.

First, the Report on Financial Crisis Management is silent on what is to happen if emergency liquidity assistance to a troubled institution transcends the capacity of a national central bank for independent action within the Eurosystem. The question of whether emergency liquidity assistance might or should be a task for the ECB is thus avoided. However, if the financial institution in question is sufficiently large, or if the institution's difficulties can spill over onto other institutions, this is bound to become an issue. On assistance measures that go beyond the provision of support by a single central bank, the report contains only the somewhat cryptic sentence: "In addition, in case of a general liquidity crisis, the instruments and procedures identified for the single monetary policy and payment systems will be available to the Eurosystem to cope with the situation."

This begs the question of whether the crisis of a large institution that transcends the means of that institution's national central bank is deemed to be a 'general liquidity crisis'. If the issue ever arises, the ECB will find it difficult to resist a call for assistance. Could it be that the report avoids this issue because an acknowledgement of the need to rely eventually on assistance from the ECB, as well as the national central bank, might generate demand for greater involvement and more say at a prior stage? If so, is there not a danger that the inherent conflict between national and supranational competence, which had not been resolved beforehand, might end up delaying the requisite supportive actions in a crisis? Having an unresolved issue and an unresolved conflict seems like a poor basis for ensuring that central bank intervention will be timely, as well as effective.

One might argue that some ambiguity about the prospects of central bank intervention in a crisis is healthy because it induces participants to be more careful. This argument confuses the ambiguity that exists in the minds of market participants with the ambiguity that exists in reality, because important issues surrounding the intervention have not been settled beforehand.

Undoubtedly, there is some benefit in having market participants harbour some doubt as to whether the central bank will really bail them out in a crisis. However, the doubts should concern the central bank's strategy, rather than the central bank's capability. The central bank should have the capability to intervene in a timely, effective and sustainable manner if it finds that the crisis is really dangerous. Impeding such an intervention by having an unresolved conflict seems like a poor way to induce healthy ambiguity, especially if one considers that, as explained above, at least some systemic risks transcend the risk management capabilities of individual institutions.

A second issue concerns the distinction between illiquid and insolvent banks. This distinction is crucial for the distinction, which is stressed in the report,⁵⁶ between emergency liquidity assistance and the provision of new risk capital. However, experience tells us that, in practice, it is often not possible to distinguish between an institution that is merely illiquid and an institution that is insolvent. For one thing, the value of the institution's assets can depend on whether they have liquidated or not. For another, the values at which, e.g. loans are carried in a bank's books, may not have been fully adjusted to recent adverse developments. The information that is required to assess whether an institution is solvent may not exist, and even if it does exist, it may not be available. In practice, therefore, it will not be easy to properly draw the boundary between the provision of liquidity assistance by the central bank and the provision of new capital from public funds.

This question, too, stands at the centre of a potential political conflict. If a finance minister has an interest in reducing the budgetary burden of public intervention, he may want to hold on to the notion of a liquidity crisis for as long as possible, asking the system of central banks to provide liquidity assistance. This temptation is also present in a single country that has its own currency. In Euroland, however, it is enhanced by the fact that the costs of central bank intervention in terms of increased inflation, or merely a changed monetary stance, are likely to be borne at least partly by the rest of Euroland. Moreover, the Stability and Growth Pact may strengthen the desire to avoid a fiscal crunch if at all possible.

Given the temptation to delay an acknowledgement of solvency problems, the finance minister, or political authorities more generally, may want to delay downward corrections of asset values in the portfolios of troubled institutions. A finance minister may even use his authority over bank supervisors for this purpose. If this happens, the information that is being shared between

⁵⁶ Economic and Financial Committee (2001), p. 22.

institutions may not be what is needed to deal properly with the situation. Lest it be thought that this is groundless speculation, it is worth recalling that unrealistic valuations of assets in the portfolios of troubled institutions were a hallmark of political dealings with the savings and loans sector in the United States in the early 1980s, of the Japanese approach to their banking crisis in the entire 1990s, of *Crédit Lyonnais*, and, more recently, in 2003, of the German finance minister's intervention exempting life insurers from the need to apply strict mark-to-market accounting to common stocks whose prices had drastically fallen. In this context, it is particularly disquieting to note that the public announcement of the 2005 Memorandum of Understanding, which brings in the finance ministries, is quite explicit about the fact that this is a non-legally binding document.

17.4.6 Implications for Switzerland

From the perspective of Switzerland, the international financial centre with close ties to financial institutions all over Euroland, these considerations are anything but reassuring. The manifold linkages of financial institutions in Switzerland with financial markets and financial institutions in other countries imply that any crisis of systemic dimensions in another country can have systemic repercussions for Switzerland. Switzerland thus has a natural interest in the viability of crisis prevention and crisis management elsewhere, in particular, in Euroland, its neighbour on all sides. If existing arrangements for financial crisis management leave doubts on this account, this must be a cause for worry.

Beyond the general concern that any weakness of financial crisis management in Euroland has negative externalities for other countries, there must also be practical concerns about coordination. Any financial crisis that affects financial institutions in Switzerland gives rise to a need for information exchange, coordination and cooperation between the Swiss authorities, i.e. the Banking Commission and the SNB, and their counterparts across the border. If an intervention by the Swiss authorities is called for, the timeliness, effectiveness and sustainability of the intervention are likely to depend on this.

Such cooperation is subject to frictions even when the partner across the border is a single country with national authority over central banking, as well as banking supervision. In the case of Euroland, however, there could be additional frictions: first, as explained above, national authorities may have an incentive to delay the acknowledgement of solvency problems. This impairs the reliability of information exchange, not just with EMU partners, but also with other countries. Second, in cases where the provision of liquidity

assistance transcends the capacity of a Member State's central bank, the role of a lender of last resort is up in the air. This raises the question of who the proper partner would be for coordinating central bank interventions in such a crisis. If the crisis transcends the capacity of a single Member State, the ECB would seem to be the only institution that could serve as a lender of last resort. As yet, however, it is politically incorrect to think of the ECB in these terms. This makes me wonder about the viability of the coordination of the central banks' interventions in such a crisis, as well as the timeliness and effectiveness of the intervention itself.

Archived sources

Council of the European Union (2005), Memorandum of Understanding on co-operation between the banking supervisors, central banks and finance ministries of the European Union in financial crisis situations, Press Release, 14 May, http://www.eu2005.lu/en/actualites/documents_travail/2005/05/14ecofin_mou/.

Council Regulation (2003), Council Regulation (EC) No 1/2003 of 16 December 2002 on the implementation of the rules on competition laid down in Articles 81 and 82 of the Treaty, http://europa.eu.int/eur-lex/pri/en/oj/dat/2003/l_001/l_00120030104en00010025.pdf.

Economic and Financial Committee (2000), Report on financial stability, European Commission, *Economic Paper*, 143, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_papers/economicpapers143_en.htm.

Economic and Financial Committee (2001), Report on financial crisis management, European Commission, *Economic Paper*, 156, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_papers/economicpapers156_en.htm.

European Central Bank (2003a), Memorandum of Understanding on high-level principles of co-operation between the banking supervisors and central banks of the European Union in crisis management situations, Press Release, 10 March, http://www.ecb.int/press/pr/date/2003/html/pr030310_3.en.html.

European Central Bank (2003b), Opinion of the European Central Bank of 19 September 2003 at the request of the Council of the European Union on the draft Treaty establishing a Constitution for Europe, *Official Journal of the European Union*, 2003/C 229/04, http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/c_22920030925en00070011.pdf.

European Central Bank (2003c), Letter of 26 November to the President of the Council of the European Union, on the introduction of a new article into the Constitution to allow for the amendment of the ESCB's basic constitutional rules by a simplified procedure, Press Release, 27 November, <http://www.ecb.int/press/pr/date/2003/html/pr031127.en.html>.

European Commission (2003), A Constitution for the Union, COM(2003) 548 final, Opinion of the Commission, pursuant to Article 48 of the Treaty of the European Union, on the Conference of representatives of the Member States' governments convened to revise the Treaties, http://europa.eu.int/constitution/futurum/documents/other/oth170903_2_en.pdf.

References

Alesina, A., R. J. Barro and S. Tenreyro (2002), Optimal currency areas, *NBER Working Paper Series*, 9072.

Baltensperger, E. (1999), Monetary policy under conditions of increasing integration (1979–96), in: Deutsche Bundesbank (ed.), *Fifty years of the Deutsche Mark: Central Bank and the Currency in Germany since 1948*, New York: Oxford University Press, pp. 439–523.

Bernholz, P. (1999), The Bundesbank and the process of European monetary integration, in: Deutsche Bundesbank (ed.), *Fifty years of the Deutsche Mark: Central Bank and the Currency in Germany since 1948*, New York: Oxford University Press, pp. 731–789.

Bernoth, K., J. von Hagen and L. Schuknecht (2004), Sovereign risk premia in the European government bond market, *ECB Working Paper Series*, 369, Frankfurt am Main: European Central Bank.

Branson, W. (1987), Discussion on O. J. Blanchard, Reaganomics, *Economic Policy*, 5, pp. 48–52.

Bulow, J., and K. Rogoff (1989), Sovereign debt: is to forgive to forget?, *American Economic Review*, 79 (1), pp. 43–50.

- Capitelli, R., and P. Buomberger (1990), Zur Geldpolitik der achtziger Jahre: Einige grundsätzliche Überlegungen, *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik/Swiss Journal of Economics and Statistics*, 126 (4), pp. 535–551.
- Danthine, J. P., and J. C. Lambelet (1987), The Swiss recipe: conservative policies ain't enough, *Economic Policy*, 5, pp. 147–179.
- Englund, P. (1999), The Swedish banking crisis: roots and consequences, *Oxford Review of Economic Policy*, 15 (3), pp. 80–97.
- Frankfurter Allgemeine Zeitung* (1992), Die Europäische Währungsunion führt zur Zerreißprobe, 11 June.
- Hagen, J. von (1999), A new approach to monetary policy (1971–8), in: Deutsche Bundesbank (ed.), *Fifty years of the Deutsche Mark: Central Bank and the Currency in Germany since 1948*, New York: Oxford University Press, pp. 403–438.
- Hellwig, C., and G. Lorenzoni (2003), *Bubbles and Self-Enforcing Debt*, Los Angeles: University of California, <http://www.econ.ucla.edu/people/papers/Hellwig/Hellwig229.pdf>, mimeo.
- Hellwig, M. (1995), Systemic aspects of risk management in banking and finance, *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik/Swiss Journal of Economics and Statistics*, 131 (4/2), pp. 723–737.
- Hellwig, M., and M. J. M. Neumann (1987), Economic policy in Germany: was there a turnaround?, *Economic Policy*, 5, pp. 105–140.
- Neumann, M. J. M. (1999), Monetary stability: threat and proven response, in: Deutsche Bundesbank (ed.), *Fifty years of the Deutsche Mark: Central Bank and the Currency in Germany since 1948*, New York: Oxford University Press, pp. 269–306.
- Rich, G. (1990), Capitelli and Buomberger zur schweizerischen Geldpolitik: Der Wechselkurs als Deus ex machina?, *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik/Swiss Journal of Economics and Statistics*, 126 (4), pp. 553–565.
- Rich, G. (2003), Swiss monetary policy targeting 1974–1996: the role of internal policy analysis, *ECB Working Paper Series*, 236, Frankfurt am Main: European Central Bank.
- Rogoff, K. (2001), The failure of empirical exchange rate models: no longer new, but still true, *Economic Policy Web Essay*, 1 (1), <http://www.economic-policy.org/pdfs/responses/Kenneth-Rogoff.pdf>.
- Sapir, A., P. Aghion, G. Bertola, M. Hellwig, J. Pisani-Ferry, D. Rosati, J. Vinals and H. Wallace (2004), *An Agenda for a Growing Europe: The Sapir Report*, Oxford: Oxford University Press.
- Schiltknecht, K. (1990), *Zur aktuellen Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank – Ein Overkill?*, Zurich: BZ Trust, Aktiengesellschaft.
- Schnabel, I. (2004), The German twin crisis of 1931, *Journal of Economic History*, 64 (3), pp. 822–871, pp. 877–878.
- Schnabel, I., and H. S. Shin (2004), Liquidity and contagion: the crisis of 1763, *Journal of the European Economic Association*, 2 (6), pp. 929–968.
- Schütz, D. (1998), *Der Fall der UBS*, Zurich: Weltwoche-ABC-Verlag.
- Vaubel, R. (1987), Comment on M. Hellwig and M. J. M. Neumann, Economic policy in Germany: was there a turnaround?, *Economic Policy*, 5, pp. 141–143.
- Vaubel, R. (2001), *Europa-Chauvinismus: Der Hochmut der Institutionen*, Munich: Universitas.
- Wuffli, P. (1995), Comment on Professor Hellwig, Systemic aspects of risk management in banking and finance, *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik/Swiss Journal of Economics and Statistics*, 131 (4/2), pp. 739–740.

18 International monetary and financial architecture in an integrating world economy¹

ALEXANDER K. SWOBODA

18.1 Introduction

The expression ‘international financial architecture’ and the need to strengthen it came into vogue in the wake of the Mexican and Asian crises of the 1990s.² The ‘financial architecture exercise’, as Peter Kenen characterised it,³ was very much concerned with the prevention and resolution of these and similar potential future crises. This paper takes a different approach, examining the broader issue of the evolution, present state and prospects of the architecture of the international monetary as well as financial system. It thus harks back to what used to be called the reform of the international monetary system, before ‘architecture’ became the new buzz word. This, indeed, is too vast a topic to be treated exhaustively in a single paper – or book for that matter. Our survey will thus of necessity be selective.

To set the stage, this paper begins with a brief reminder of the functions of the international monetary and financial system (IMFS) and of the way in which these functions have been discharged since the return to current account convertibility by the major industrialised countries in 1958/1959. It then asks, in section 18.2, how today differs from yesterday and how tomorrow is likely to differ from today. Increasing economic integration on all fronts is perhaps the most striking evolution in this context. The implications for a number of issues ranging from appropriate exchange rate regimes to international policy coordination and the role of the International Monetary Fund (IMF) and its governance are taken up in section 18.3. A last section concludes.

- 1 The author would like to thank, without implicating, Hans Genberg, Ulrich Kohli and Umberto Schwarz for their comments and suggestions. The final version of the paper was completed while the author was a Houblon-Norman-George Fellow at the Bank of England.
- 2 Kenen (2001) attributes the expression ‘strengthening the architecture of the international financial system’ to the title of a speech delivered by Robert Rubin in 1998.
- 3 Kenen (2001).

18.2 Functions and evolution of the IMFS

18.2.1 *Functions of the IMFS*

Put simply, the role of the international monetary and financial system is, or should be, to facilitate the exchange of goods and services according to comparative advantage at a point in time, and of assets over time (to enable capital to flow from where it is abundant to where it is scarce); and to do this without generating instabilities of its own – and in a manner that is broadly, acceptable to the actors in the system, if only so that they do not opt out of it. These are the familiar requirements of ensuring efficiency, stability and equity. Money and finance should thus be the servants of trade and efficiency, and not their master. This precept is reflected both in the classical prescription that, in a well-functioning environment, money should be neutral (act as a veil) and in the first of the Articles of Agreement of the IMF, which emphasises current account convertibility as a primary goal and function of the institution.

The structure of the international monetary and financial system reflects a host of factors, historical, political and technological as well as economic. It is made up of various sets of conventions, explicit and customary rules and regulations, and institutions. These in turn are a function of existing tastes, endowments and technologies – to use the jargon of international trade theory. Combined, they determine a number of key and interrelated economic and political features of the system: the trade regime, the capital flow regime, the exchange rate regime together with the currency power structure, and the governance structure of these regimes. The resulting system is thus the outcome of a complex set of factors, rather than the result of the deliberate design most often associated with the idea of architecture.

18.2.2 *The Bretton Woods system*

The closest the international monetary and financial system has come to being the result of planning, rather than of a process of historical evolution and accident, is probably the Bretton Woods system as it was envisaged by its architects in 1944. Even in that case, the outcome owed much to the past and to events that occurred between the beginning of the IMF's operations in 1947 and the return to current account convertibility of the currencies of the major industrialised countries at the end of 1958. The basic shape of that design is well known. Efficiency of trade in goods and services was to be served by eliminating exchange restrictions on current account transactions and by liberalising trade barriers under the aegis of the General Agreement

on Tariffs and Trade. In contrast, controls on capital flows were allowed, to avoid short-term swings, which were perceived as speculative and disruptive on the basis of interwar experience. The longer-term need for capital flows for development and especially for the post-war reconstruction of Europe was to be satisfied through the operations of the International Bank for Reconstruction and Development, now known as the World Bank. Stability was to be provided by the fixed but adjustable exchange rate regime enshrined in the IMF Articles of Agreement: maintaining the market value of currencies within (plus or minus) 1 percent of their par value, stated in terms of the US dollar or gold, with changes in parity requiring approval by the IMF, to be granted only in the case of a 'fundamental disequilibrium' of the member's balance of payments. To avoid multiple currency practices, the United States undertook to stabilise the value of its currency in terms of gold, while other countries maintained the value of their currencies in terms of the US dollar. These pegging arrangements were designed to avoid the competitive devaluations deemed to have been an important source of instability during the interwar period; they also solved the $n-1$ problem – in a world of n currencies and countries, there are only $n-1$ independent exchange rates to be fixed among them. To avoid the adjustment of the balance of payments deficit of a member country being too harsh on that country or being detrimental to the economies of other members, the IMF would make its resources available on a temporary basis (lend) to that member.

There were, however, a number of issues on which the original design was silent or incomplete. It had little to say on the distribution of the burden of adjustment among deficit and surplus countries. True, the scarce currency clause allowed discrimination against a country with a surplus so large that the Fund would run out of its currency to lend; but, like a nuclear weapon, this clause could hardly be used, especially not against the US, without bringing the system down. That left the overall supply of international liquidity, or more specifically of international reserve assets, as the regulator of the ease and speed of adjustment for deficit countries. The Articles of Agreement, however, did not provide a clear guide either to the overall provision of international reserves or to their composition. The 'official' supply of international liquidity could, under the Articles, be increased either through a general increase in the quotas of the members or through an increase in the price of gold. The latter was never agreed to, for both economic and political reasons; the former was too unwieldy an instrument. The composition of international reserves as between net positions at the IMF, gold and official foreign exchange (mainly US dollar) holdings was left to be determined by the residual

supply of the precious metal, once private demand had been satisfied at the set price of 35 US dollars per ounce of fine gold and by the United States' balance of payments deficit or surplus.

In the event, the period from 1947 to 1958 was dominated by the gradual resolution of the so-called dollar shortage through Marshall Plan aid, and the progressive move from bilateral to multilateral clearing under the aegis of the European Payments Union (EPU) and the OEEC (the predecessor of the OECD). The IMF played a relatively minor operational role during that period, however important the vision embodied in its Articles of Agreement might have been and however important its role as a forum for discussion and settlement of international monetary issues. The return to current account convertibility of the currencies of the major industrialised countries was the defining event that ushered in the 'heyday' of the Bretton Woods system. The way in which the system operated, however, increasingly came to resemble a dollar standard, with official holdings of dollar balances and the concomitant US balance of payments deficits the major source of growth in international reserves, especially after US monetary policy became looser, notably as a result of the failure to finance Great Society and Vietnam War expenditures through taxation. The system became a *de facto* dollar standard with the creation of the double-tier gold market in 1968, which basically froze official gold holdings.

Three features of the Bretton Woods system, as it functioned in the 1960s, are germane here. First, it retained some of the features of a gold-dollar exchange standard as a consequence of the fixing of the dollar price of gold, notably the potential for a confidence crisis to set in if the ability or willingness of the United States to maintain that price came into question. The link between that confidence problem and the overall provision of international liquidity is of course the basis of the Triffin dilemma. In addition, with the effective demonetisation of gold following the 1968 introduction of the two-tier gold market, the possibility of disciplining US monetary policy through the purchase of gold for official dollar balances disappeared (however dangerous or ineffective such purchases might have been, given the possibility that the US would abandon the gold peg, as it eventually did in 1971). Thereafter, the only possibility left for countries that strongly objected to the stance of US monetary policy, and the importation of US inflation, when that stance was (or was considered to be) too loose, was to abandon the system (as Germany did when it started floating in 1973).

Second, the system operated in such a way as to rob the rest of the world's monetary policy of much of its effectiveness, since the United States was free

to set its monetary policy without regard to the ensuing consequences for its balance of payments, leaving it to other countries to adjust their monetary policies to maintain their parity with the US dollar. By the same token, the practice of settling US deficits or surpluses by the accumulation or decumulation of official dollar holdings, mainly in the form of US Treasury bills, meant that US monetary policy had a strong and dominant influence on world monetary aggregates and on the macroeconomic tone of the world economy.

Third, the period was marked by increasing capital mobility, at least of a short-run nature and among industrialised countries, notably with the development of the euro currency market. The extent of this mobility is illustrated by the very large private capital outflow from the US, and the resulting explosion of foreign official dollar holdings that occurred in 1970 and the first half of 1971. The trilemma of inconsistency between fixed exchange rates, independent monetary policy (in countries other than the United States) and high capital mobility was thus already valid in the 1960s. It does contribute to explain the timing of the 'final' breakdown of the Bretton Woods system on 15 August 1971, when President Nixon declared the inconvertibility of the dollar in terms of gold. The explosion of foreign official dollar holdings was in good part the result of using monetary policy to target internal rather than external balance, both in the US, where monetary policy was aimed at increasing output and employment in spite of an official reserve transactions deficit, and in the rest of the world, where monetary policy on average was being tightened to fight inflation in spite of a corresponding surplus.⁴

As Michael Bordo has shown, the 'convertible period' of the Bretton Woods system in the 1960s exhibits, for major industrialised countries, superior average growth than earlier and later periods; more generally, it exhibits macroeconomic performance and stability that was matched only by the gold standard period.⁵ The convertible period of the 1960s also allowed for a large increase in the volume of international trade, perhaps not surprisingly in view of the low levels that had prevailed at the end of the Second World War. How much of this was due to the architecture of the IMFS of the time is, however, another matter. Still, one may conjecture that relative stability of nominal and real exchange rates, stable monetary policy on the part of the country in the centre of the system until the mid-1960s, moderate though increasing capital mobility and, last but not least, relative political cohesion among the

4 For further discussion and empirical support for these arguments, cf. Genberg and Swoboda (1993).

5 Bordo (1993).

Western countries, provided a framework that made this macroeconomic performance possible. However, the system contained the seeds of its demise; essentially, an unwillingness to devote monetary policy to the maintenance of the fixed exchange rate system, coupled with increasing divergences between the United States and the surplus countries as to the appropriate course of US macroeconomic policy.

After the brief period of floating of the major currencies that followed the US measures on 15 August, the Smithsonian Agreement of December 1971 reinstated a system of fixed but adjustable parities, but not dollar-gold convertibility at a fixed price. With a new parity grid and widened intervention margins, the world was now on a *de jure* dollar standard. However, it took less than two years for that system to break down, as major currencies began floating in the spring of 1973. In many ways, that breakdown ushered in today's IMFS.

18.2.3 After Bretton Woods

Before taking stock of where we are today and of likely or desirable changes in the IMFS in the medium-term future, a brief account of the major events that have shaped the evolution of the system since the breakdown of the Bretton Woods system is offered below. Somewhat arbitrarily, this account considers in turn the 1970s, 1980s and 1990s.

The first oil price shock occurred shortly after the major currencies had started floating. It hit at a moment when inflation was still rising in most industrialised countries, partly as a legacy of the monetary expansion of the late 1960s and early 1970s, whose inflationary consequences had spread internationally through the then prevalent system of fixed exchange rates. With floating exchange rates, the response of macroeconomic policy to the inflation inertia and to the stagflationary impact of the oil price increase could, and did, differ across countries. Some, with Germany and Switzerland in the forefront, gave priority to disinflation; others focused on trying to avoid the employment and output consequences of the oil price shock. This gave rise to fears of a vicious circle of 'excessive' depreciation, inflation and current account deficits in the latter countries, which would then be forced into the stop phase of the stop-go cycle, with severe consequences for output, employment and financial stability. Furthermore, the initially virtuous cycle in non-accommodating countries could result in excessive appreciation and a worsening of the inflation-unemployment trade-off. A case could thus be made for international macroeconomic policy coordination. This gave rise to the much disputed 'locomotive' theory of coordination (the strong current account

countries should take the lead in expanding and pull the other countries along) and later to the 'convoy' theory (all countries should expand together at a measured pace, the stronger ones escorting the weaker ones). These theories were discussed at the OECD rather than at the IMF, since it was mainly the major industrialised countries that were concerned. The resulting policy packages turned out to be too little, too late. Indirectly, failure to resolve global imbalances at the global level helped spur the movement towards the creation of the European Monetary System (EMS) and Exchange Rate Mechanism (ERM) in 1978. The oil shock had other consequences, not least among them a flow of capital from oil producers to international financial markets, at the time mainly the euro currency markets. This stimulated their expansion and the recycling of those funds to what – with low interest rates and recession in the industrialised countries – was the more attractive outlet of developing economies, whose growth had proved more resilient to the oil shock than that of the industrialised countries. Moreover, at the low real interest rates that prevailed in the mid-1970s, developing countries had a strong incentive to borrow, even if in foreign currencies. As for governance of the IMFS, this was a difficult period for the IMF. It had lost its role as the guardian of the system of fixed exchange rates, efforts to reinstate some form of exchange rate fixity failed, alternative forums for the discussion of international monetary and financial issues emerged, and lending to its members fell. It did regain some influence by being given surveillance responsibilities over members' exchange rate policies in the second amendment to its Articles of Agreement, but that amendment also gave member countries a free choice of exchange rate regime with the exception of pegging to gold.

The 1980s brought a sharp reversal of both capital flows to middle-income developing countries (which had mainly taken the form of syndicated bank loans) and of the low real rates of interest at which they had borrowed in the 1970s. Interest rates rose sharply in the United States as a result of monetary tightening by the Federal Reserve combined with a rising US budget deficit. This entailed rising debt-servicing costs for developing country borrowers and was one of the factors that contributed to the debt crisis of the 1980s, which erupted in August 1982, when Mexico failed to meet its repayment obligations. The crisis not only lent renewed importance to IMF lending, but also gave the organisation a new role as a crisis manager, coordinating efforts to restructure and roll over the debt of the developing country borrowers, thus helping to avoid a spread of defaults which would have threatened the solvency of major US banks heavily involved in Latin America and of major European banks engaged in loans to Central and Eastern Europe.

Two additional features of the 1980s are worth mentioning here. The widening twin fiscal and current account deficits of the United States, accompanied by the sharp nominal and real appreciation of the dollar between 1980 and 1985, and followed by its equally sharp depreciation in the next two years, gave rise to concerns about exchange rate misalignments as well as about the sustainability and resolution of current account disequilibria. There was increasing advocacy of target zones and exchange rate-based international policy coordination, as well as much bashing of the surplus countries (Japan notably) by the US, which called for appreciation of their currencies (notably of the yen) lest protectionism break out. Global imbalances had become the focus of policy talk, though not of policy action. Second, monetary cooperation within the European Union came into its own in the 1980s, as exchange rates within the ERM stabilised in the second half of the period, paving the way for the drafting of the monetary union provisions of the Maastricht Treaty, which was signed at the beginning of 1992. At the same time, adoption of the single market initiative led to the removal of remaining barriers to capital flows and to the liberalisation of financial regulation. Finally, the end of the decade was marked by the fall of the Berlin Wall and the ensuing collapse of the Soviet Union, an event which has fundamentally altered the post-war political and economic landscape.

It took until the beginning of the 1990s for the debt overhang that had resulted from the Latin American crisis of the early 1980s to abate, and for that continent's 'lost decade' to come to an end. A new surge in capital flows towards what became known as the emerging market economies was ready to begin. The resumption of capital flows to those economies, however, took new forms: growing equity and direct investment flows, bond finance to and from the private sector, to the detriment of syndicated bank loans to sovereign borrowers. However, just as the boom in the second half of the 1970s was followed by the bust of lending in the wake of the Latin American debt crisis, this surge in capital flows gave way to a sudden halt in lending in the aftermath of the Asian crisis. The nature and frequency of crises in the 1990s, however, differed from those (some would say that) of the 1980s. The inter-connection between banking and exchange rate crises seemed to become tighter and contagion potentially more global, with crises occurring ever closer to each other. Leaving aside the ERM crisis of 1992/1993, the Mexican crisis at the end of 1994 and beginning of 1995 ('the first crisis of the twenty-first century' as it has been called) was followed two years later by the Thai crisis, which spread rapidly to most of the rest of Southeast Asia, then by the Russian crisis in August 1998, and two months or so later, by the débâcle of

the LTCM fund. The crisis soon spread to Brazil and from there to Argentina, not to mention Turkey, Ecuador and the Ukraine, among others. This series of crises thrust the IMF to the forefront of the international community's effort to contain, manage and resolve them. It also gave rise to sharp criticism of the Fund's programmes, conditionality and lending policies, and more generally to calls for a thorough re-examination of the international financial architecture and the means to strengthen it. The reforms that were adopted were incremental rather than radical. Taken together, however, they have made an important contribution to the stability of the international financial system. The first task was to encourage national authorities to adopt better macroeconomic, financial, supervisory and regulatory policies. To this end, a first step was to promote greater transparency through various data dissemination standards, the adoption of which makes it easier to monitor policies and economic developments by national and international authorities as well as by market participants, a second to promulgate a number of standards and codes in a variety of fields important for macroeconomic and financial stability. A number of IMF policies were modified and new ones adopted: conditionality was streamlined, as were the terms and conditions of IMF lending; the transparency of the Fund's operations was greatly increased. Several measures to improve and harmonise regulatory and supervisory practices were adopted by various bodies, such as international associations of supervisors, sometimes under the aegis of the Bank for International Settlements (BIS), sometimes within the newly created Financial Stability Forum (FSF), often with the help of IMF coordination. The more ambitious schemes that were advocated in this context, such as the creation of a Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM) or making the IMF an international lender of last resort, will be briefly discussed later in this chapter.

It is, of course, not only the Asian and succeeding crises that are relevant to the evolution of the international monetary and financial system since the beginning of the 1990s. The successful creation and introduction of the euro in 1999, despite the ERM crisis in the wake of the asymmetric shock of German unification, constitutes a fundamental change in the international monetary architecture; as does the rise of the Asian economies, first and foremost China. The remainder of this paper turns to some of the issues that these developments raise.

18.3 Taking stock

18.3.1 A changed IMFS

The post-war evolution of the IMFS and how it differs from that envisioned at Bretton Woods can perhaps best be described by summarising in turn developments with respect to the exchange rate regime, the key currency regime, financial market integration, the nature and magnitude of capital flows, the integration of developing countries into the globalising world economy, and changes in economic and political governance.

The exchange rate regime

The major change here is the move from an almost universal fixed rate regime to one where major currencies are floating, but a variety of exchange rate arrangements have been adopted by other countries, ranging from lightly managed floating to very hard fixes (of the currency board variety for instance), and to the abandonment of a national currency as under dollarisation, or the creation of a common currency in the case of the euro.

The key currency regime

Though the US dollar is still the dominant currency, both in official use (as a reserve currency) and in private use (as a vehicle currency), the euro is playing an increasing role in both functions. The euro represents the first credible challenge to the dollar and its creation may foreshadow the move towards a bipolar key currency regime.

Financial market integration

The common wisdom is that it is only in the last five or ten years that financial and capital markets have again become as closely integrated as they were at the height of the gold standard.⁶ The driver of that integration has been the revolution in telecommunication and information technology that has resulted in a dramatic decrease in transactions costs. That, in turn, has spurred financial innovation and put pressure on controls and regulation of both internal and international financial transactions, and led to liberalisation of those controls. Liberalisation, in turn, leads to further financial innovation, and so on. It should also be noted here that the increasing interconnectedness of the balance sheets of financial and non-financial firms (partly a

6 Cf., for example, Obstfeld (2002).

reflection of the increasing role of multinationals) is one way in which today's financial integration goes further than in the past.

Capital flows

The increase in the magnitude of capital flows since the 1960s has been substantial not only in terms of net flows, but also, and most particularly, in terms of gross flows. Moreover, their nature has changed in several important respects. First, whereas official flows were dominant in the reconstruction period after World War II, private flows constitute the overwhelming part today. Second, capital flows to developing countries have come into their own, increasing rapidly in the second half of the 1970s, stopping in the wake of the Latin American debt crisis of the early 1980s, rising again substantially in the run-up to the Asian crisis of the late 1990s, and resuming their growth today. The composition of these flows has also changed: from official flows to sovereign borrowers in the 1960s, to syndicated bank lending to sovereigns in the late 1970s, and to direct investment and portfolio bond lending to and from the private sector today. Finally, in the last four or five years, capital has begun to flow uphill, from Asian emerging market economies to the United States.

Integration of developing countries

The growing integration of a number of developing economies into the international trading and financial system has been a striking feature of the globalisation of the past twenty years or so. This evolution has been both the cause and consequence of the removal of restrictions on current account transactions, and for many countries, the lifting of some barriers on capital account transactions. It has resulted in greater openness in terms of the share of traded goods in these countries' output and consumption, in an increasing share of manufactured products in their exports, in heightened capital mobility and flows, as well as in high volatility of these capital flows.

Governance

In the immediate aftermath of World War II, governance of the international economic system (at least of the West) was essentially assured by the United States, and regionally by the EPU with the support of the US. The multilaterals, the IMF and the World Bank, did play a role, but it was a subsidiary one. The return to current account convertibility gave a central role to the IMF, though still under the umbrella of the US. It also saw the creation of the General Arrangements to Borrow and of the Group of Ten (G10), a cooperative

forum of industrialised countries that concerned itself with ensuring the stability of the exchange rates of its member countries in the face of short-term capital flows. The G10 also began playing an important role in setting the agenda of the IMF. From the 1970s onwards, a number of other groupings began playing important economic and political leadership roles, from the G5, then the G7, the various OECD working parties and committees concerned with international macroeconomic policy coordination, to the G20 created in 1999. Regional cooperation came into its own with the creation of the EMS and the ERM in 1979. As economic and financial integration proceeded apace, new international groupings and organisations sprang up to deal with the many and complex issues and spillovers that this integration created. In the financial field, where stability issues had mainly been the purview of national authorities, the 1974 Herstatt Bank collapse and the Continental Illinois débâcle led to increased cooperation among regulators and supervisors and to the Basel Accord, and brought international financial market stability issues to the fore of the international cooperation agenda. Furthermore, in the wake of the Asian crisis, a large number of organisations – private and public – became active in the setting and monitoring of international standards, partly under the supervision of the IMF and in cooperation with the FSF. In sum, the rapid development and integration of the world economy, accompanied by an accelerating pace of innovation in information technology and financial engineering, posed new challenges to the regulation of the IMFS and resulted in the increased complexity of its governance mechanisms. Plan began to give way to market, institutions incorporating regional arrangements multiplied, and regulatory mechanisms became more diffuse.

Political factors

Shifts in the geopolitical balance have also significantly influenced the evolution of the IMFS. With the dismantlement of the Soviet Union, the Western political cohesion forged by the Cold War has become frayed at the edges. The rising economic strength of Europe has given it a greater voice in shaping the IMFS, and China has become a force to reckon with. In spite of these challenges, the US remains, for now, the dominant economic and political force in the world economy.

18.3.2 A flat world?

The preceding section described some of the trends that have shaped the architecture of today's IMFS. Its dominant features are, to repeat, increasing trade and financial integration, the drawing in of the developing world into

this integration process, the increasing role of the private sector, diminished political cohesion, and increased complexity and interconnectedness, both of economic intercourse and of the regulatory mechanisms of the IMFS. In the words of Stijn Claessens and Geoffrey Underhill, we live “in a world of fragmented governance, multiple institutions, accelerated financial integration and increased private sector roles”.⁷ The main tension is between an integrating economic world and fragmented policy and decision-making. The main message of Richard Cooper’s *The Economics of Interdependence: Economic Policy in the Atlantic Community*, that increasing economic interdependence entails external effects of national policies which make international policy coordination or cooperation indispensable, is more relevant than ever and now extends well beyond the Atlantic Community.⁸

On the economic front, then, the world is getting flatter. It is not flat yet, the title of Thomas Friedman’s recent book notwithstanding.⁹ Domestic segments of financial and capital markets are still not fully integrated with international markets, though increasing linkages between the two have been one of the driving forces of financial market globalisation since the international segment took off with the euro currency markets in the 1960s. Home bias still characterises both trade and financial markets, which implies, as Jeffrey Frankel has argued, that integration still has a long way to go if it is to be judged by the criterion of perfect integration, rather than by that of the heyday of the gold standard.¹⁰ Trade in goods and services, however much it has increased in the past sixty years, is still subject to both natural (transport cost) barriers and man-made controls and obstacles. True, the increasing scope for outsourcing important parts of the supply chain abroad through trade in services has contributed to increased mobility of human capital (or rather of its services) and to evening out the competitive playing field, i.e. the flattening of the world according to Friedman. Still, the existence of different currencies, the persistence of differences in national macroeconomic and structural policies as well as limits to the mobility of factors of production (the characteristic that traditionally distinguishes international from inter-regional economic analysis) cannot help but have an impact on the extent of economic integration.

In examining the implications of the tensions between economic integration and fragmented policymaking for the international monetary and financial

7 Claessens and Underhill (2005).

8 Cooper (1968).

9 Friedman (2005).

10 Frankel (1999).

system, however, it is useful to have as a frame of reference a ‘one world’ model with integrated goods, services and financial markets, rather than a model of international intercourse, where the only link between countries is trade in goods and services. Put another way, the methodological alternatives are disaggregating from an economically unified world model to national variables vs. aggregating from national models to world variables. For several issues, policy coordination in particular, the first approach yields more appropriate lessons than the second.

With this perspective in mind, three issues for the IMFS, both current and prospective, are taken up in the next section: the likely future evolution of exchange rate and key currency regimes; the implications of financial integration for international policy coordination; its implications for reform of the IMF as the guardian of international monetary and financial stability.

18.4 Issues

18.4.1 The exchange rate and key currency regimes

Two questions arise with respect to the evolution of the exchange rate regime in the medium-term future: how will the exchange rate regime among industrialised countries evolve, and is a further hollowing out of the middle of the exchange rate regime spectrum likely?¹¹

With regard to the exchange rate regime governing the behaviour of the currencies of major industrialised countries, there is little reason, for better or for worse, to expect a major departure from relatively clean floating. True, the exchange rates of the dollar, euro and yen have been highly volatile vis-à-vis each other and vis-à-vis other important currencies such as sterling, the Swiss franc, or the Canadian dollar, to mention but a few. They have also exhibited medium-term swings, sometimes identified as misalignments of their foreign exchange market value. The reasons for this volatility of the major currencies – notably the fact that these are the currencies of large and therefore relatively closed economic areas – would lead one to expect such volatility and swings to continue to prevail in the future, in the absence of any major policy initiatives to moderate their fluctuation. Such initiatives, however, are unlikely to be adopted for several reasons, however damaging the volatility of major currencies may be for third countries. These reasons include the focus

11 The IMF study Mussa et al. (2000), of which the present writer was a co-author, takes up these questions. The next two paragraphs in the text partly follow and summarise the views expressed there.

of monetary policy on internal goals, notably the overriding priority given to price stability in the mandate of the European Central Bank, which by and large rules out systematic foreign exchange market intervention and the co-ordination of monetary policies that is essential for the maintenance of stable exchange rates in the presence of shocks. In addition, the incentives for major economies to stabilise the foreign exchange value of their currencies are weaker than for smaller economies, as the impact of exchange rate fluctuations on large and relatively closed economies is less damaging than on smaller ones. It may still be in the interests of both major and third countries, especially developing ones, to moderate 'excessive' exchange rate swings. The question is how this might best be achieved. Stable fundamentals and macro-economic policies that pay some attention to the correction of large external imbalances may still be the best way. This is a topic to which the next section, on international macroeconomic policy coordination, will return. For the reasons given by Michael Mussa et al.,¹² target zones are not a viable alternative,¹³ although a case could be made for the inclusion, for instance in IMF surveillance, of estimates of large departures of exchange rates from long-run equilibrium levels, as a signal that some policy response would be desirable. That policy response, however, would be conditioned on the reasons for the departure, and would only rarely call for sustained foreign exchange market intervention.

The move of the industrialised countries to (by and large) free floating, with only occasional intervention, is one of the ways in which the middle of the exchange rate spectrum has been hollowed out. The reason for this move towards, but not necessarily all the way to, the extremes is, of course, that integration of financial markets makes it very difficult, if not impossible, to maintain a soft peg or a peg with narrow bands, unless one is willing to devote monetary policy entirely to the defence of the peg. This is equivalent to devoting monetary policy to maintaining equilibrium in the official settlements measure of the balance of payments at the given parity. Unless markets believe that the monetary authorities are willing to undertake the measures necessary to defend the peg, it becomes impossible to actually do so. In turn, to convince the markets, the authorities may well have to tie their hands behind their backs by moving all the way to a very hard peg (for instance of

12 Mussa et al. (2000).

13 Defects of target zones include, among others: the difficulty of agreeing on 'normal' underlying capital flows, the dependence of 'fundamental equilibrium exchange rates' on the specific mix of policies used to achieve internal balance, the endogeneity of real exchange rates, inadequate specification and assignment of policy instruments.

the currency board variety), by dollarising, or by joining a currency union. With the increasing integration of a number of developing countries, the so-called emerging market economies, into world financial markets and the partial relaxation of their controls on capital movements, the maintenance of fixed exchange rates has become difficult for them, too. The fact that most of the countries hit by the Asian crisis had maintained fairly rigid pegs was seen by many as a major factor contributing to the crisis and led to a call for them to move to floating exchange rates. Though the importance of the peg in and of itself should not be exaggerated, the combination of the peg with macroeconomic policies that were incompatible with its maintenance certainly contributed to the crisis. Be that as it may, it seems most probable that medium-sized emerging market countries will increasingly move to greater exchange rate flexibility, though few of them are likely to refrain entirely from some degree of exchange rate management; benign neglect of fluctuations in what is for them a key price is not a likely option. Does this mean that pegged exchange rates are dead in our flattening world? Probably not, as a substantial number of smaller economies with moderate involvement in world financial markets may find it possible and advantageous to maintain a pegged exchange rate with their main trade and financial partner without needing to go as far as maintaining a completely rigid peg. Moreover, large developing countries which have retained substantial controls over capital movements, and which are growing rapidly and have accumulated sufficient reserves, are still able to escape the rush to the extremes. India and especially China are, of course, the prime examples. In the course of time (shorter than Chinese time), however, it will undoubtedly become advantageous for them to move to some form of greater exchange rate flexibility, however limited at first.

Turning to the key currency regime, the next ten to twenty years will probably see a gradual decline in the dominant position of the US dollar and a rise in the role of the euro, both as a reserve and a vehicle currency. The more controversial question is whether a third key (vehicle and reserve) currency will emerge together with a move towards a tripolar, rather than a bipolar currency regime. That is unlikely, except over a horizon that extends further than ten to fifteen years. For a currency to become a key currency requires that it be issued by one of the dominant countries in economic terms, and one that is expected to be politically stable. Assets denominated in that currency must be liquid; the market for them must be 'deep, broad and resilient' as the saying used to go. And one must be able to trade it freely, with no actual or expected controls, or as few as possible. It also helps, at least at the outset, if that currency is not subject to wide fluctuations in the foreign exchange

market. The non-fulfilment of these conditions helps explain why the yen did not become a dominant currency in the 1980s, contrary to widespread predictions, and why it has little chance of becoming one in the future. It also explains why the renminbi is not likely to become a major world currency in addition to the dollar or euro over the horizon that concerns us here. However, it may well come to play a dominant role in East Asia and, eventually, and over a longer horizon, become one of the world's key currencies.

18.4.2 International macroeconomic policy coordination

The Bretton Woods system as it functioned in the 1960s acted as a coordinating mechanism for industrialised countries' macroeconomic and particularly monetary policies around the monetary policy of the United States. A previous section has argued that this coordinating mechanism broke down partly because of dissatisfaction with the macroeconomic policies of the anchor country and more generally with the extraordinary power it conferred to US monetary policy. One of the virtues claimed for floating exchange rates, as they were adopted in 1973, was that they would obviate the need for coordination of the goals and instruments of economic policy.¹⁴ However, volatility and medium-term swings in both nominal and real exchange rates, persistent current account disequilibria, various spillover mechanisms through capital markets and the differential impact of the 1973 oil shock led to renewed interest in and attempts at international macroeconomic policy coordination (IPC). Although, as noted above, coordination of macroeconomic policies has been scant and not always successful in practice, it has a clear rationale in theory: the macroeconomic policy of any but the smallest of countries has spillover effects on other countries, and the closer the links between economies (the more interdependent they are), the stronger and more complex these spillovers are likely to be. The increasing integration of the world economy, notably of financial and capital markets, would thus seem to make the case for international macroeconomic policy coordination more relevant than ever. 'Would seem' because the complexity of the links also makes the process of IPC more difficult. Be that as it may, the basic rationale for IPC – developed in the game theoretic literature, however complex its theoretical elaboration may be – is simple. In the presence of international policy spillovers, the outcomes of policies that do not take such spillovers into account

14 Indeed, this argument was already at the root of the case for flexible exchange rates made by Friedman (1953), chapter 'The case for flexible exchange rates', pp. 157–203.

are dominated by those that do.¹⁵ However, although cooperative outcomes dominate Nash equilibria, they are difficult to achieve unless the players can credibly commit not to renege on the cooperative strategy. In addition, if the players do not know with certainty the exact nature of the structure of economies and their interlinkages, or if they operate on the basis of different models of the economy, the cooperative outcome may turn out to be worse than the uncoordinated one.

A simpler approach to issues of policy coordination than game theoretic models is the targets and instruments approach pioneered by Jan Tinbergen, applied to issues of internal vs. external balance by James Meade, and then extensively by Robert Mundell, who supplemented it with his ‘principle of effective market classification’. The latter emphasises the dynamics of convergence to targets through a system of decentralised policy responses to divergences between actual and desired values of target variables in a world of imperfect knowledge. This approach has been used by Hans Genberg and Alexander Swoboda to provide a framework for the analysis of the policy and coordination issues raised by the US current account deficit and the German and Japanese surpluses of the mid-1980s.¹⁶

In the targets-instruments approach to economic policymaking, the first task is to ensure that there are as many independent instruments of policy as there are targets of policy. If there are, all targets can in principle be reached simultaneously (this is different from the game theory approach in which there is typically a shortage of instruments which gives rise to a trade-off among the achievement of targets, the cooperative solution aiming at achieving an efficient trade-off). The second task, if there is uncertainty as to the specific parameters of the economy and its dynamic behaviour, is to assign instruments to targets in such a way that policymaking leads to convergence on the targets. According to Mundell’s principle of effective market classification this can be achieved in a system of decentralised policy response by assigning each policy instrument to the target which it has a comparative advantage in influencing, relative to other instruments.

Two points should be noted here. First, no solution can be found if there is disagreement about the value of variables that are ‘shared’ among countries. For instance, it is impossible for every country in the world simultaneously to achieve a current account surplus, since the sum of such surpluses, if accur-

15 For a recent survey of that literature, of actual coordination efforts and of the current state of play in the field, cf. Meyer et al. (2002).

16 Genberg and Swoboda (1989, 1991).

ately and consistently measured, is of necessity equal to zero. Second, why should the current account balance be an objective of economic policy? As long as there are no distortions or externalities, and solvency constraints are respected, current account imbalances will reflect the undistorted intertemporal choices of agents and result in an optimal allocation of capital, which will flow from where it is abundant to where it is scarce. These are good imbalances which are to be welcomed and not worried about. Bad imbalances, in contrast, reflect distortions somewhere else in the economy and are to be worried about, if only because their tardy resolution may bring about an unnecessarily costly and disorderly correction.

To illustrate the kind of policies and coordination required to sustain a smooth reduction in global imbalances, consider a simple model in which countries are linked through trade and integrated financial markets. In such a world, the same interest rate will prevail everywhere. Assume that each country has at its disposal two instruments of macroeconomic policy, monetary and fiscal policy. Assume, in addition, that Ricardian equivalence does not hold, at least fully, as otherwise budget deficits may not have effects on current accounts or interest rates. In such a framework, it is the sum of the fiscal stances of individual countries or regions that determines the world real rate of interest, while a country's current account balance is most directly influenced by its fiscal stance relative to the sum of those in the rest of the world. This is true whether fixed or flexible exchange rates prevail. The exchange rate regime, however, is crucial for the use of monetary policy. Under fixed exchange rates, non-sterilised pegging interventions¹⁷ redistribute the total supply of money in the world (the sum of the national money supplies) à la Hume to ensure official settlements balance of payments equilibrium. Put another way, it is relative national money supplies that ensure payments equilibrium under fixed exchange rates. In contrast, it is the sum of national money supplies that determines the total world money supply and eventually the course of the level of prices in the world economy. Institutional arrangements, whether of the gold, gold exchange or dollar standard type, play a crucial role here in determining the world money supply through the interaction of domestic monetary policies. Under floating exchange rates, national monetary policies are freed to be used for internal purposes and eventually determine national price levels.

17 One country or region can sterilise; this was the case of the United States as the 'nth' country during the convertible Bretton Woods period.

The implications of this simple view of the integrated world economy for how national policies should be adjusted (coordinated) to reduce current account imbalances, which are generally agreed to be too large, is straightforward: first, let the fiscal stance of deficit countries become more restrictive relative to that of surplus countries; that is, use the instrument that most directly affects the current account; second make sure that the sum of individual fiscal stances be made more expansionary if there are recessionary tendencies in the world economy, more restrictive if the world economy is overheating. Note that in a world of less-than-perfect knowledge, what is important is not so much the exact magnitude of these fiscal adjustments, than that they be made in the right direction. To illustrate, consider the contemporary imbalances among the United States, East Asia and Europe. If the US current account deficit is the main concern, it behoves that country to reduce its budget deficit and more generally to adopt structural fiscal or other measures to raise national saving relative to national investment. If Asian current account surpluses are also a concern, Asia (read China) should increase its expenditure relative to output, hence the recommendation that consumption be expanded in that region. If, at the same time, there is a concern that world spending falls or rises too much, the two measures should be taken simultaneously. As for Europe, it should do what is best for it, namely make the supply of output more responsive to aggregate demand through labour market and other structural reforms. Note that these recommendations are independent of the exchange rate regime. What one would expect in this context is for the euro to continue floating against the dollar, keeping monetary policy free in both regions to deal with internal balance. As for China, it seems clear that, given present restrictions on capital outflows, the pressure for a real appreciation of the renminbi will not abate. What the renminbi's exchange rate regime will determine is whether real appreciation occurs through a rise in domestic prices and wages, as under fixed rates, or through a nominal appreciation of the Chinese currency. Eventually, once some order has been established in its banking system, it is likely that the Chinese authorities will opt for the second alternative, not to reduce the US current account deficit, which it will hardly affect, but for the Chinese economy's own sake. This would have the added advantage of allowing China to stop accumulating 'excess' international reserves at a high opportunity cost. China, however, is likely to want to move slowly, as an abrupt appreciation of the renminbi would squeeze the agricultural sector, accelerate the exodus towards the cities and the industrial sector, and potentially create severe social and political problems.

The intriguing aspect of this set of policy recommendations is why it is so difficult to put into practice, even though it reflects a fairly broad consensus among economists (except for the renminbi question) and, more importantly, suggests policies that would be in the best national interests of the countries or areas concerned? A first, and important, reason is that the recommended package requires countries to change the course of their fiscal and structural policies, which they are unwilling or unable to do for political reasons. A second reason is doubt about the effectiveness of the proposed measures. For instance, some models find that fiscal consolidation in the US has but a minor effect on that country's current account; the budget and current account deficits, in that view, are not twins after all. That view, however, is not confirmed by more recent estimates, which indicate a substantial current account effect for fiscal policy. A third element in the explanation is the first mover – or collective action – problem: in order to achieve the desired current account rebalancing, while maintaining output and employment, all players must move simultaneously. This last problem is exacerbated by uncertainty about how much policy adjustment to the international policy package is required of each party. As argued above, however, what matters is that each of the parties concerned be seen to move in the right direction, rather than exactly by how much. An international coordinating mechanism may be useful in overcoming these problems. Whether the IMF can help provide such a mechanism is one of the questions to which the next section turns.

18.4.3 The institutional mix and the role of the IMF

The governance of the IMFS has become much more diffuse with the proliferation of organisations and institutions that deal with the complex set of issues that confront it. One may hark back to the simpler past, where one institution dealt with one problem area only, in analogy with the targets and instruments paradigm: the IMF dealt with the stability of the international monetary system and balance of payments problems, the World Bank with long-term capital flows and real resource transfers, the World Trade Organization with trade, and national governments with national policies and the regulation and supervision of financial markets. The multiplication of issues to be dealt with in a closely integrated world economy, however, has resulted both in a multiplication of institutions and in the blurring of the demarcation lines of their competences, perhaps as a reflection of the greater interconnections among issues that integration reveals, perhaps less charitably as a result of bureaucratic turf battles and mission creep. One important issue for the medium-term future is to achieve a better delineation of competences among

organisations on the basis of an examination of what they can best do and what they cannot or should not attempt to do. This is particularly true for the IMF, for which this critical process has already been initiated both within the organisation and by outside critics and experts.¹⁸ This section begins with an examination of reform of the IMF and then turns to some more general issues of the institutional mix.

Proposals for IMF reform have ranged from its abolition to turning it into a world central bank. Without going to such extremes, various proposals have been made, relating among others, to its role in lending, surveillance, supervision and regulation, in crisis management and resolution, as well as to its governance and organisational structure. How various commentators see the place of the IMF in the international monetary and financial architecture depends, of course, on their views of the current state of the IMFS and of the issues that will confront it in the future. Thus, to different observers, different roles and functions seem appropriate for the IMF. It should be emphasised at the outset that the assessment of the appropriateness of actual or potential functions of the IMF below reflects only one such point of view and may diverge from the prevailing consensus – to the extent that this exists.

There are a number of traditional roles of the IMF that, although not very glamorous, are important, relatively uncontroversial, and should be maintained and developed. Among these, the first area to be considered is technical assistance. Fund staff have developed well-nigh unmatched expertise in a number of areas: balance of payments, monetary and financial ‘programming’, the design of fiscal programmes, or more generally, advice on banking, exchange rate and macroeconomic issues. Their advice to developing and emerging market economies in these fields can help provide a macroeconomic environment conducive to growth and financial stability. One issue, however, concerns the terms and conditions under which technical assistance and advice are provided. The Policy Support Instrument, dear to John Taylor’s heart, is one way in which such advice can be provided and monitored outside a regular IMF programme.¹⁹

A second useful and related area to which the IMF has recently made a major contribution is the promulgation and monitoring of standards and codes of conduct, or best practice, in various dimensions of macroeconomic and financial policy. The incentive for countries to adhere to such codes is clear: it enables them to build up credibility and, on the strength of this in-

¹⁸ Truman (2006a) is an excellent example of the latter.

¹⁹ Cf. Taylor’s contribution to Truman (2006a).

crease in credibility, to lower their borrowing costs. The stick is the market reaction to non-adherence to such codes, thus delegating to markets part of the task of surveillance over national policies. The advantage is once more a gain in financial stability for the system as a whole. Of course, care must be taken to ensure that the IMF does not overreach in this activity. It should only take on the design and monitoring of standards and codes in its area of expertise, which is basically various aspects of macroeconomic, financial, exchange rate and central banking policy. In other areas, for instance accounting, securities market organisation, insurance or commercial banking, it can only play the role of a coordinator or forum, and help to integrate the appropriate codes and standards into a coherent international framework. One issue that arises in this respect is how to design the codes and standards in a manner that makes their adoption not too onerous, in particular for those countries that do not yet possess the sophistication or institutions of the advanced countries. Here, the provision of technical assistance and advice by the Fund (and other standard-setting agencies) is of the essence.

Surveillance is a third area in which it is generally recognised that the IMF can and should play a useful and important role. The second amendment to the Articles of Agreement (Article IV section 3) specifies that “the Fund shall oversee the international monetary system in order to ensure its effective operation, and shall oversee the compliance of each member with its obligations under Section 1 of this Article” and that, in order to discharge this function, “the Fund shall exercise firm surveillance over the exchange rate policies of members”. The exercise of surveillance of individual members’ policies in the context of Article IV consultations is relatively straightforward and uncontroversial. Even there, however, problems arise: what exactly is exchange rate policy and how can it be distinguished from the adoption of an exchange rate regime which is left to the choice of individual members of the IMF; what exactly does a member’s obligation to “avoid manipulating exchange rates or the international monetary system in order to prevent effective balance of payments adjustment or to gain an unfair competitive advantage over other members” mean? And what incentives are there for non-programme countries to abide by the recommendations of the surveillant? These issues are discussed further below in the context of the lively current debate surrounding the extension of surveillance to a multilateral context.

Turning to IMF lending, its purpose, terms and conditions are the subject of much controversy. Several commentators seem to consider that such lending has become obsolete, since private capital flows dwarf the resources available to the Fund, at least for the more important emerging market and

advanced countries, since these emerging market countries have built up very large foreign exchange reserves and since such lending may create moral hazard. Others argue, however, that the Fund should confine its lending activity to lending in last resort and only in crises that are, or threaten to be, of a systemic nature – and, in such an event, that very large resources be made available to the Fund. It is possible to argue that neither of these views is correct. Leaving aside the lender of last resort issue for a moment, contrary to the first view, a strong case can be made for Fund lending, within normal access limits and at recently streamlined terms and conditions, for the purpose originally envisaged in the first of the IMF's Articles of Agreement, namely “to give confidence to members by making the general resources of the Fund temporarily available to them under adequate safeguards, thus providing them with an opportunity to correct maladjustments in their balance of payments without resorting to measures destructive of national or international prosperity.” It is true that financial markets are currently calm, that a number of countries have self-insured by building up large international reserves, that there is little demand for the Fund's resources and that the latter would be insufficient to cope with a systemic crisis involving a number of large countries. It is also true, however, that times are unlikely to always be so good, that crises are likely to occur again and that countries will occasionally experience balance of payments difficulties, the resolution of which would be eased by an IMF credit and programme. As for the moral hazard danger, the issue is not that there should be none, but that it be limited and contained. Conditionality is one means of doing so; for this to work, however, the Fund must insist that the programme's conditions be strictly respected (policies rather than outcomes) and it must stop releasing further credit tranches should this not be the case. This implies that the IMF should avoid the excessive forbearance it showed in the Argentine case. The proper role of the Fund remains that of a lender of ‘final’ (and not of last) resort, as Mussa put it.²⁰ Mussa is also right in arguing that in exceptional circumstances, the Fund may engage in large loans in excess of normal access limits. Arguably, however, such loans should only be granted in truly exceptional circumstances, with the agreement of a large majority of the Fund's members, and with strict enforcement of the terms of the conditionality to be applied.

That said, there are several reasons why the Fund could not or should not play the role of a lender of last resort. The analogy to the role of a lender of last resort à la Bagehot in a national context – to lend freely, at a penalty rate,

20 Mussa (2006).

against good collateral – is misleading. A national central bank can create money and inject large amounts of liquidity almost at will into the banking system at large, can secure collateral the quality of which it can judge, and can do this very rapidly. In contrast, the Fund does not have unlimited resources and does not lend to markets, but to countries (the analogy here is lending by the central bank to an individual bank in difficulty, which is lending of final, and not of last, resort, in Mussa's terminology). It cannot secure marketable collateral even if its privileged creditor status and the exercise of conditionality can protect it from debtors defaulting on its loans. In opposition to this point of view, the majority of the influential Meltzer Commission,²¹ argued that the role of the Fund could and should essentially be confined to that of a lender (or quasi-lender) of last resort in the event of a systemic crisis. The Meltzer Commission claimed that its scheme would not create moral hazard, since the lending facility would only be available, for very short maturities (120 days, renewable once), to countries that had pre-qualified for its support, on the basis of severe financial soundness criteria, including the holding of large foreign exchange reserves. The proposal appears either naïve or disingenuous. The short maturity of the loans would most likely lead to speculation as to whether the crisis would actually be over after four months; if not, a run on the currency would ensue. Although some of the criteria for pre-qualification make eminent sense from the point of view of financial soundness, countries that would qualify on the basis of these criteria would not need such assistance, whereas those that really did need assistance would be disqualified. In a way, this proposal shares some of the defects of the Fund's defunct Contingent Credit Line facility, among them the difficulty of disqualifying a country once it has qualified. Although the notion of pre-qualification is very attractive, it is extremely difficult to implement in practice in an international – as opposed to a national – context.²² In the latter, pre-qualification takes the form of regulation and supervision of banks, and more broadly of financial institutions, which ensures that they are and remain in 'good standing'. Moreover, the risk of having to socialise the losses, if any, of a lender of last resort operation is more acceptable to taxpayers in a national than an international context.

This does not mean that the IMF cannot play a role as a (systemic) crisis manager.²³ It has done so in the past by getting major banks to agree to

21 International Financial Institution Advisory Commission (2000).

22 For a (perhaps overly) negative appraisal of pre-qualification, cf. Mussa (2006).

23 In a well-known article, Fischer (1999) argued that the IMF could play a lender of last resort role. The role he describes, however, seems to correspond more to that of crisis manager than to that of lender of last resort.

restructure and maintain syndicated credits in the Latin American crisis of the 1980s or, in the Asian crisis, by coordinating large multilateral lending packages. The issue, however, is whether the Fund should go further in crisis prevention and resolution, and whether it is equipped to deal with what many see as the problems of the future, namely exchange rate regimes and policies, and multilateral surveillance (and resolution) of global imbalances. Surveillance (about which more later), appropriate programmes and conditionality, technical assistance and the promulgation of standards and codes is probably as much as the Fund can do in the realm of crisis prevention. With respect to crisis resolution, the desirability of having a mechanism at the international level, akin to a national bankruptcy court and procedures, which would ensure a more orderly process of debt restructuring, has been recognised for some time. Although it has been shelved for now, such a mechanism, in the form of an SDRM, was proposed by Anne Krueger, the First Deputy Managing Director of the IMF, in the wake of the crises in the second half of the 1990s. The proposal, however attractive intellectually, is fraught with difficulties in practice. At a national level, reorganisation of an insolvent firm under the protection of the court (the Chapter 11 procedure in the United States) makes an orderly restructuring of the firm's balance sheet possible and can avoid its liquidation if the value of the firm as a going concern exceeds the immediate liquidation value of its assets. It also offers protection to the creditors by allowing a change in management, by preventing a stripping of the firm's remaining assets and by ensuring equal treatment of creditors, all under the supervision of the court. None of this is easily achieved in an international context and when the 'firm' is a sovereign. In any event, an SDRM would require a stay on payments by the sovereign debtor, sanctioned by an international organism ('the court'). One reason the IMF cannot be that organism is that it would be both judge and party, since it is itself a creditor to the sovereign, and will be involved in further lending, act as its advisor in the negotiation of a programme and as a 'regulator' when it enforces conditionality. At most, it could be one (albeit important and expert) source of advice to the court on the appropriateness, length and modalities of a stay. Although the creation of an international bankruptcy court is not for tomorrow, and although the IMF is not the organism through which it should be implemented, the increasing integration of the world economy suggests that some such restructuring mechanism is likely to see the light of day in the medium run.

For the moment, however, as there have been no major emerging market crises in the last four years, nor consequently much demand for IMF resources (on the contrary, major borrowers such as Argentina and Brazil have pre-

reimbursed their loans), and as private capital flows have provided abundant finance at historically low spreads to those emerging market countries that are borrowing, crisis lending no longer seems to be as central to the role of the Fund as guardian of international monetary and financial stability as it was only a decade ago. In this context, it is perhaps not surprising that there have recently been renewed calls for IMF reform and a rethinking of its purpose, means and structure. There can be little disagreement that its purpose should remain to ensure the stability of the international monetary and financial system. To do so, however, it must be ready to address the core issues that international financial integration has brought to the fore, notably the orderly unwinding of global imbalances and the promotion of appropriate exchange rate policies and stable exchange rate regimes – in addition to the prevention and resolution of possible future international debt, currency and banking crises. As Mervyn King has emphasised, the crises of the 1990s, global current account imbalances and the stability and appropriateness of specific exchange rate regimes and policies are all intimately tied to international, and particularly financial, integration.²⁴ Without a high degree of capital mobility, US current account deficits in the order of 6 to 7 percent of gross domestic product could neither have been financed nor sustained for as long as they have. Furthermore, the unprecedented increase in gross capital flows has resulted in an intricately intertwined structure of national balance sheets, notably in terms of maturity and currency composition. That interconnection of balance sheets across countries has, in turn, made financial markets increasingly sensitive to current and expected future shocks, witness the sudden stops characteristic of emerging market crises, financial contagion, the volatility of exchange rates, or the risk of a hard landing as global imbalances unwind.

The question is whether, how and by what means the IMF can fulfil its role in ensuring the stability of the IMFS in this changed world, both today and tomorrow. Specifically and first of all, what should and can the Fund contribute to the unwinding of global current account imbalances? Whatever power it has in this respect at present is vested in the provisions of Article IV concerning its responsibilities for surveillance of international monetary and financial stability. Where multilateral surveillance is concerned, the IMF has discharged this responsibility by publishing its analysis and some policy recommendations, or alternative policy options, in its *World Economic Outlook* and, more recently, in its *Global Financial Stability Reports*. The difficulty, if

24 King (2006).

the analysis of section 18.2 above is correct, is that resolving global imbalances requires policy action by the world's major economies and, in an integrated world economy, coordinated policy action. Two factors compound that difficulty. The first is some disagreement about the precise mix and extent of the required policies, although there would be broad – but far from unanimous – agreement about the general pattern and direction of the policy adjustments that are required. These are a reduction of the US budget deficit and a compensating expansion in the rest of the world, if our previous analysis is to be believed. This points to the second source of difficulty, namely, that changes in national fiscal and structural policies are essential elements of this policy package and of coping with current account imbalances. The Fund has little leverage beyond moral suasion to influence such policies in major countries. The suggestions made in Governor Mervyn King's cogent analysis may be the best that can be achieved at present.²⁵ The IMF should be the main source of independent, sound and frank analysis of threats to international monetary and financial stability, and of recommendations to cope with them, whether or not they please individual countries – however powerful. To lend weight to this analysis and these recommendations requires backing by the Fund's governing bodies. This, in turn, requires giving the latter more independence and political weight, an issue taken up in the brief discussion of IMF governance provided below.

Promoting sound exchange rate policies and adequate exchange rate regimes constitutes a particular challenge for IMF surveillance, whether over the policies of individual countries or multilaterally. Under the Articles of Agreement, members are free to choose their exchange rate regime, while the IMF should ensure that they pursue proper exchange rate policies, in particular, and (to reiterate) that they avoid “manipulating exchange rates to prevent effective balance of payments adjustment or to gain an unfair competitive advantage over other members”. The choice of a regime, however, dictates what their exchange rate policy, *stricto sensu*, has to be: to keep the nominal exchange rate fixed in a fixed rate regime, to let it float in a floating rate regime, and to intervene appropriately in order to guide it in accordance with the declared intermediate regime. This would seem to leave little room for questioning a country's exchange rate policy, except to argue that, if not left free to float, the level at which the rate is set is inappropriate and that this constitutes unfair ‘manipulation’ of the exchange rate or of the system. Recent

25 The communiqué of the April 2006 IMFC meeting goes in the direction of some of these suggestions.

utterances by US officials, members of Congress or policy analysts, principally, but not exclusively, in the context of China's exchange rate policy, seem to go further and argue that flexible exchange rates are the only proper policy or regime for countries, with the possible exception of very hard pegs for a limited number of small and dependent economies. Rather than focusing on the level of the exchange rate or elevating freely floating rates to the status of the only appropriate regime (or panacea), it would be far better to focus surveillance on the consistency of countries' macroeconomic and financial policies with (or including) the exchange rate regime. What may be good macroeconomic policy under one regime may be bad policy under another. Such an approach, which in essence is what has been advocated by the Fund in the past, has several advantages.²⁶ It avoids focusing on 'manipulation', a highly loaded and politically unhelpful expression. It avoids having to specify a 'correct' (or 'just?') level of the exchange rate, irrespective of a country's actual or prospective macroeconomic policies, which is a well-nigh impossible task with little scientific legitimacy, since the real exchange rate is an endogenous variable in the long run. This does not mean that the IMF should not provide estimates of carefully defined concepts of equilibrium exchange rates, nor that it should not analyse discrepancies between such estimates and actual rates, or that those discrepancies may not signal the need for changes in policy. Instead, it avoids misplaced emphasis on the exchange rate as the linchpin of international policy coordination, distracting attention from those policies, such as fiscal policies, that are actually most relevant and whose coordination and modification is the real issue.

Turning to the governance of the Fund, several issues have to be solved if it is to discharge its functions effectively. Although there is always tension between effectiveness and legitimacy, the latter is a necessary condition for the former in a multilateral organisation. The title of a paper by Ted Truman, 'Rearranging IMF chairs and shares: the sine qua non of IMF reform',²⁷ reflects a growing consensus that for the Fund to gain legitimacy and ownership by all its members requires an increase in both the emerging markets' voting power, which depends on quota shares, and of their effective voice, which depends on their representation in the constituencies (the chairs) on the Executive Board. Such reshuffling is politically extraordinarily difficult and will require, in the eyes of most observers, a consolidation of the representation of European Union countries on the Board into one or two

26 Mussa et al. (2000).

27 Truman (2006b).

constituencies.²⁸ Be that as it may, rearranging chairs and shares will not solve a fundamental problem in the governance of the IMF – how to make its Board more effective – which requires making it more independent, while maintaining its accountability. It has been suggested that the governance structure of independent central banks is one direction in which Fund governance could move. An IMF managing board would be established and composed of individuals elected, though not necessarily nominated, by the Board of Governors. They would represent the interests of the membership at large, rather than those of a particular country or group of countries. They would, in turn, be accountable to a new version of the International Monetary and Financial Committee (IMFC), which would meet more frequently to review, approve, and – once approved – support the strategic decisions or propositions of the managing board. In addition, the nomination and election process of the IMF's Managing Director and Deputy Managing Directors would be a much more open one. Such fundamental reforms in the governance of the Fund are, of course, politically very difficult and, to make matters even more complicated, are interrelated with the issue of shares and chairs. They are not for tomorrow, but the increasingly open debate about them suggests that they may be for the day after tomorrow.

In the meantime, there is one question on which progress can and should be made rapidly. Some of the issues that arise with respect to the stability of the IMFS, such as global imbalances or exchange rate policies with significant international spillovers, while within the responsibility of the Fund, are of immediate concern and require action by only a limited part of the Fund's membership, even if their resolution is of crucial interest to the international community as a whole. Partly as a consequence, such issues tend to be discussed outside the IMF by various G-Xis, where Xi is any number from 1 to 30 (though 3, 7, 8 and 20 are particularly important ones). It would seem important to bring these discussions back into the Fund's forum along the lines proposed by King.²⁹ This would not only require that the membership recognise that all members need not participate in all discussions, but would also allow Fund staff to lend its expertise, and Fund management to be involved in discussions that are central to the stability of the IMFS.

These are all issues that will have to be tackled if the IMF is to be an effec-

28 Daniel Kaeser's account of the negotiations leading to Switzerland's accession to the IMF Board provides fascinating insights into the complexity and difficulty of reshuffling quota shares and Board representation; cf. Kaeser (2004). Truman's paper provides an excellent account of the current situation as well as some concrete proposals for change.

29 King (2006).

tive guardian of international monetary and financial stability. It is encouraging that the IMF's International Monetary and Financial Committee, at its April 2004 meeting and following the *Managing Director's Report on Implementing the Fund's Medium-Term Strategy*, endorsed a number of proposals that go in this direction. The emphasis on multilateral surveillance and global imbalances, the creation of a multilateral consultation procedure with systemically important members or entities, and the initiation of a procedure to rebalance voting power through an ad hoc increase in quotas are all to be welcomed. The difficult questions of making the governance of the IMF more effective, of putting teeth into the multilateral surveillance process and of delimiting the areas of competence of the various actors in the IMFS, however, remain to be resolved.

While the IMF should play a central role in the international monetary and financial architecture, it should focus on a limited number of tasks: technical assistance and advice; the promulgation and monitoring of standards and codes within its area of competence; balance of payments and crisis lending in final, though not in last, resort; surveillance over macroeconomic, policies of individual members, including exchange rate policies; and surveillance over the resolution of global imbalances. In turn, it should leave to others tasks that would distract from its main mission. One of these tasks is concessional lending of the PRGF variety (Poverty Reduction and Growth Facility), which is best left to the World Bank – although this does not mean that the Fund should not continue to provide macroeconomic advice and technical assistance to the poorest of its members. Another task is direct financial regulation, where national authorities, international associations of regulators and supervisors, or international organisations such as the BIS have a clear comparative advantage (e.g. in the promulgation of the Basel Core Principles for Effective Banking Supervision). Finally, the potentially positive role of private financial and capital markets in the institutional mix of the IMFS should not be underrated. They can contribute significantly, not only to the efficient transfer of resources from lenders to borrowers, but also to monitoring and disciplining the policies of even the most powerful economies.

18.5 Conclusion

It typically takes crises to spur reform, in the international monetary and financial system as elsewhere. The Asian and succeeding crises did stimulate significant reforms in the IMFS. The increasing concern over global imbalances, with its emphasis on enhanced IMF surveillance and governance

reform, is to be welcomed as an incentive to rethink or reinvent the Bretton Woods system and institutions, although the prevention and management of emerging market crises should remain high on the international community's agenda, even if they do not seem currently to loom large on the horizon.

These changes in the architecture of the IMFS will help to prevent or moderate the types of crises they were designed to deal with. That said, crises – like financial markets – tend to be innovative; by nature, their characteristics and/or timing are unexpected. The next crisis may thus not occur in emerging markets, where firewalls have been built and will hopefully be maintained, but at the core of world financial markets, where such walls are much harder to erect. But then it might spur the next round of strengthening the architecture of the international monetary and financial system.

References

- Bordo, M.D. (1993), The Bretton Woods international monetary system: a historical overview, in: M. Bordo and B. Eichengreen (eds.), *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 3–98.
- Claessens, S., and G. Underhill (2005), The need for institutional changes in the global financial system: an analytical framework, in: J. Teunissen and A. Akkerman (eds.), *Protecting the Poor: Global Financial Institutions and the Vulnerability of Low-Income Countries*, Fondad Conference Series, The Hague: FONDAD, pp. 79–114.
- Cooper, R. N. (1968), *The Economics of Interdependence: Economic Policy in the Atlantic Community*, New York: Columbia University Press.
- Fischer, S. (1999), On the need for an international lender of last resort, *Journal of Economic Perspectives*, 13 (4), pp. 85–104.
- Frankel, J. (1999), Comment on Bordo, Eichengreen and Irwin, Is globalization today really different than globalization a hundred years ago?, in: S. Collins and R. Lawrence (eds.), *Brookings Trade Forum 1999*, Washington, DC: Brookings Institution, pp. 51–58.
- Friedman, M. (1953), *Essays in Positive Economics*, Chicago and London: University of Chicago Press.
- Friedman, T. (2005), *The World is Flat: A Brief History of the Twenty-First Century*, New York: Farrar, Straus and Giroux.
- Genberg, H., and A. K. Swoboda (1989), Policy and current account determination under floating exchange rates, *IMF Staff Papers*, 36, Washington, DC: International Monetary Fund, pp. 1–30.
- Genberg, H., and A. K. Swoboda (1991), The current account and the policy mix under flexible exchange rates, in: J. A. Frenkel and M. Goldstein (eds.), *International Financial Policy: Essays in Honor of Jacques J. Polak*, Washington, DC: International Monetary Fund, pp. 420–454.
- Genberg, H., and A. K. Swoboda (1993), The provision of liquidity in the Bretton Woods system, in: M. D. Bordo and B. J. Eichengreen (eds.), *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 269–315.
- International Financial Institution Advisory Commission (2000), *Report of the International Financial Institution Advisory Commission*, Washington, DC.
- Kaaser, D. (2004), *La longue marche vers Bretton Woods*, Geneva: Georg.
- Kenen, P. B. (2001), *The International Financial Architecture: What's New? What's Missing?*, Washington, DC: Institute for International Economics.
- King, M. (2006), Reform of the international monetary fund, Speech delivered at the Indian Council for Research on International Economic Relations, New Delhi, 20 February.
- Meyer, L. H., B. M. Doyle, J. E. Gagnon and D. Henderson (2002), International coordination of macroeconomic policies: still alive in the new millennium?, *International Finance Discussion Papers*, 723, Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Mussa, M. (2006), Reflections on the function and facilities for IMF lending, in: E. M. Truman (ed.), *Reforming the IMF for the 21st Century*, Washington, DC: Institute for International Economics, pp. 413–453.
- Mussa, M., P. Masson, A. K. Swoboda, E. Jadresic, P. Mauro and A. Berg (2000), Exchange rate regimes in an increasingly integrated world economy, *IMF Occasional Paper*, 193, Washington, DC: International Monetary Fund.

Obstfeld, M. (2002), Globalization and capital mobility in historical perspective, *Rivista di Economia*, 9 (1), pp.5–19.

Taylor, J. B. (2006), The policy support instrument: a key component of the recent IMF reform movement, in: E. M. Truman (ed.), *Reforming the IMF for the 21st Century*, Washington, DC: Institute for International Economics, pp.385–389.

Truman, E. M. (ed.) (2006a), *Reforming the IMF for the 21st Century*, Washington, DC: Institute for International Economics.

Truman, E. M. (2006b), Rearranging IMF chairs and shares: the sine qua non of IMF reform, in: E. M. Truman (ed.), *Reforming the IMF for the 21st Century*, Washington, DC: Institute for International Economics, pp.201–232.

Anhang

Abkürzungsverzeichnis

a	alt, z. B. aBV: alte Bundesverfassung
aBV	(alte) Bundesverfassung der Schweizerischen Eidgenossenschaft vom 29. Mai 1874, BS 1, 3
AFG	Bundesgesetz vom 18. März 1994 über die Anlagefonds (Anlagefondsgesetz), SR 951.31
AFV	Verordnung vom 19. Oktober 1994 über die Anlagefonds (Anlagefondsverordnung), SR 951.311
AHV	Alters- und Hinterlassenenversicherung
AKV	Allgemeine Kreditvereinbarungen
Amtl. Bull.	Amtliches Bulletin der Bundesversammlung; NR = des Nationalrats; SR = des Ständerats
aNBG	(altes) Nationalbankgesetz vom 23. Dezember 1953 in der Fassung vom 15. Dezember 1978, AS 1954 599; 1979 983; 1997 2252
AS	Amtliche Sammlung des Bundesrechts
ASEAN	Association of Southeast Asian Nations
BankG	Bundesgesetz vom 8. November 1934 über die Banken und Sparkassen (Bankengesetz), SR 952.0
BAR	Schweizerisches Bundesarchiv
BBA	British Bankers' Association
BBl	Bundesblatt
BCCI	Bank of Credit and Commerce International
BE	Kanton Bern
BEA	Bank of England Archives
BEHG	Bundesgesetz vom 24. März 1995 über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz), SR 954.1
BEHV-EBK	Verordnung der EBK vom 25. Juni 1997 über die Börsen und den Effektenhandel (Börsenverordnung-EBK), SR 954.193
BFS	Bundesamt für Statistik
BGE	Entscheidungen des Schweizerischen Bundesgerichts
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIS	Bank for International Settlements (siehe auch BIZ)
BISA	Bank for International Settlements Archives
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BNBGM	Bereinigte Notenbankgeldmenge
BoE	Bank of England
BS	Bereinigte Sammlung der Bundesgesetze und Verordnungen 1848–1947
BSP	Bruttosozialprodukt
Bst.	Buchstabe
BV	Bundesverfassung der Schweizerischen Eidgenossenschaft vom 18. April 1999, SR 101
BVC	Banque Vaudoise de Crédit
CD	certificate of deposit
CLS	Continuous Linked Settlement
CPI	consumer price index
CPSS	Committee on Payment and Settlement Systems (of the central banks of the Group of Ten)
CRT	Claims Resolution Tribunal
CVP	Christlichdemokratische Volkspartei der Schweiz
D-Mark	Deutsche Mark
DSGE	dynamic stochastic general equilibrium

DTA	Datenträgeraustausch
EBK	Eidgenössische Bankenkommission
EC	European Community
ECB	European Central Bank
ECU	Europäische Währungseinheit/European Currency Unit
EFD	Eidgenössisches Finanzdepartement
EFTA	Europäische Freihandelsassoziation (European Free Trade Association)
EFTPOS	Electronic Funds Transfer at Point of Sale
EG	Europäische Gemeinschaft(en)
Eidg.	Eidgenössisch/e/er/es
EJPD	Eidgenössisches Justiz- und Polizeidepartement
EMS	European Monetary System
EMU	(European) Economic and Monetary Union
EPU	European Payments Union
ERM	Exchange Rate Mechanism
ESAF	Erweiterte Strukturanpassungs-Fazilität
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EU	Europäische Union/European Union
EU-15	15 Mitgliedstaaten der EU (vor der Erweiterung von 2004)
euroSIC	Swiss Interbank Clearing zur Abwicklung von Euro
EVP	Evangelische Volkspartei
EWA	Europäisches Währungsabkommen
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
EWS	Europäisches Währungssystem
EZB	Europäische Zentralbank
EZU	Europäische Zahlungsunion
FDP	Freisinnig-Demokratische Partei
FER	Fachempfehlung zur Rechnungslegung
Fifo	First in, first out
Fn	Fussnote
Fr.	(Schweizer) Franken
FSAP	Financial Sector Assessment Program
FSF	Financial Stability Forum
FT	Financial Times
G3	Group of Three
G5	Group of Five
G7	Siebnergruppe/Group of Seven
G10	Zehnergruppe/Group of Ten
G20	Group of Twenty
G24	Gruppe der Vierundzwanzig
GAAP FER	Generally accepted accounting principles, Fachempfehlung zur Rechnungslegung
GATT	Allgemeines Zoll- und Handelsabkommen (General Agreement on Tariffs and Trade)
GDP	gross domestic product
HIPC	(Schuldeninitiative für) hochverschuldete arme Länder/Heavily Indebted Poor Countries (Debt Initiative)
HP	Hodrick-Prescott
IAIS	International Association of Insurance Supervisors
IASB	International Accounting Standards Board
ICEP	Independent Committee of Eminent Persons
IMF	International Monetary Fund

IMFC	International Monetary and Financial Committee (of the Board of Governors of the IMF)
IMFS	international monetary and financial system
IOR	Istituto per le Opere di Religione (Vatikanbank)
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
IPC	international macroeconomic policy coordination
IPO	Initial Public Offering
IT	Informations- und Telekommunikationstechnologie
IWF	Internationaler Währungsfonds
KOSA	Komitee für eine sichere AHV
KPdSU	Kommunistische Partei der Sowjetunion
KPI	Konsumentenpreisindex
LdU	Landesring der Unabhängigen
Libor	London interbank offered rate
LMU	Lateinische Münzunion
LTCM	Long Term Capital Management (Fund)
MBA	adjusted monetary base
MBS	Mortgage Backed Securities
MBSA	seasonally adjusted monetary base
MIT	Massachusetts Institute of Technology
N	Note (in Gesetzeskommentaren)
NBER	National Bureau of Economic Research
NBG	Bundesgesetz vom 3. Oktober 2003 über die Schweizerische Nationalbank (Nationalbankgesetz), SR 951.11
NBGM	Notenbankgeldmenge
NBV	Verordnung vom 18. März 2004 zum Bundesgesetz über die Schweizerische Nationalbank (Nationalbankverordnung), SR 951.131
NGO	Nichtregierungsorganisation
NIA	national income accounts
NKV	Neue Kreditvereinbarungen
NR	Nationalrat
NZZ	Neue Zürcher Zeitung
OECD	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung/ Organisation for Economic Cooperation and Development
OECE	Organisation Européenne de Coopération Economique
OF	Orell Füssli
OLS	Ordinary Least Squares
OPEC	Organisation Erdöl exportierender Länder (Organization of the Petroleum Exporting Countries)
OR	Bundesgesetz vom 30. März 1911 betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht), SR 220
OrgR	Organisationsreglement der Schweizerischen Nationalbank vom 14. Mai 2004, SR 951.153
OTC	over the counter
PRGF	Arbeitsbekämpfungs- und Wachstums-Fazilität/Poverty Reduction and Growth Facility
PTT	Post, Telegraph, Telefon
Repo	Repurchase Agreement
Rp.	Rappen
RTGS	Real Time Gross Settlement
RTGS ^{plus}	Real Time Gross Settlement durch die Deutsche Bundesbank
SAF	Strukturanpassungs-Fazilität
SDDS	Spezieller Datenveröffentlichungs-Standard des IWF (Special Data Dissemination Standard)

SDRM	Sovereign Debt Restructuring Mechanism
SECB	Swiss Euro Clearing Bank
SECO	Staatssekretariat für Wirtschaft (Secrétariat d'Etat à l'économie)
SECOM	Settlement Communication System der SIS SegInterSettle AG
SEGA	Schweizerische Effekten-Giro AG
SIC	Swiss Interbank Clearing
SIS	SIS SegInterSettle AG
SMI	Swiss Market Index
SNB	Schweizerische Nationalbank/Swiss National Bank
SNBA	Archive der SNB
SNBGM	Saisonbereinigte Notenbankgeldmenge
SO	Kanton Solothurn
SP	Sozialdemokratische Partei
SR	Systematische Sammlung des Bundesrechts (in rechtlichem Kontext)
SR	Ständerat (im Zusammenhang mit Parlamentsvoten)
STF	Systemtransformations-Fazität
StGB	Schweizerisches Strafgesetzbuch vom 21. Dezember 1937, SR 311.0
SVAR	Strukturierte Vektorautoregression/structural vector autoregression
SVP	Schweizerische Volkspartei
SZR	Sonderziehungsrechte
Target	Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system
UdSSR	Union der Sozialistischen Sowjetrepubliken
UEK	Unabhängige Expertenkommission Schweiz – Zweiter Weltkrieg
UNO	Organisation der Vereinten Nationen
VAR	Vektorautoregression/vector autoregression
VOSTA	Volkswirtschaftliche und Statistische Abteilung
WAK	Kommissionen für Wirtschaft und Abgaben der Eidgenössischen Räte: NR = des Nationalrats, SR = des Ständerats
WHG	Bundesgesetz vom 19. März 2004 über die internationale Währungshilfe (Währungshilfegesetz), SR 941.13
WTO	World Trade Organization
WWU	(Europäische) Wirtschafts- und Währungsunion
WZG	Bundesgesetz vom 22. Dezember 1999 über die Währung und die Zahlungsmittel, SR 941.10
ZH	Kanton Zürich

Autoren

Externe Autoren (Teile 1 und 3)

Ernst Baltensperger, geboren 1942, Professor für Volkswirtschaftslehre (insbesondere Geldtheorie und Makroökonomie) sowie Institutsleiter an der Universität Bern (seit 1984). Zuvor: Professor an den Universitäten St. Gallen (1982–1984) und Heidelberg (1979–1982) sowie an der Ohio State University (1968–1979). Gastprofessuren und Forschungsaufenthalte an verschiedenen Universitäten.

Peter Bernholz, geboren 1929, emeritierter Professor; zuletzt Ordinarius für Nationalökonomie (insbesondere Geld- und Aussenwirtschaftspolitik) sowie Institutsdirektor an der Universität Basel (1971–1997). Zuvor: Ordinarius an der Technischen Universität Berlin (1966–1971), Dozent an der Universität Frankfurt (1964–1966), Rockefeller Fellow an der Harvard University und an der Stanford University (1963–1964). Gastprofessuren an verschiedenen Universitäten.

Michael Bordo, geboren 1942, Professor für Nationalökonomie und Direktor des Center for Monetary and Financial History an der Rutgers University (seit 1989), Research Associate des National Bureau of Economic Research (seit 1982). Zuvor: Professor an der University of South Carolina (1981–1989), Associate und Assistant Professor an der Carleton University in Ottawa (1969–1981). Gastprofessuren und Forschungsaufenthalte an verschiedenen Universitäten.

Marvin Goodfriend, geboren 1950, Professor für Nationalökonomie und Präsident des Gailliot Center for Public Policy an der Tepper School of Business der Carnegie Mellon University in Pittsburgh (seit 2005). Zuvor: Senior Vice President und Policy Advisor bei der Federal Reserve Bank of Richmond (1993–2005), Senior Staff Economist beim Council of Economic Advisors des Weissen Hauses (1984–1985). Gastprofessuren an verschiedenen Universitäten.

Martin Hellwig, geboren 1949, Direktor des Max-Planck-Instituts zur Erforschung von Gemeinschaftsgütern, Bonn, und ordentlicher Professor für Nationalökonomie an der Universität Bonn (seit 2004). Zuvor: Professor für Volkswirtschaftslehre an der Universität Mannheim (1996–2004), an der Harvard University (1995–1996), an den Universitäten Basel (1987–1996) und Bonn (1977–1987), Assistant Professor of Economics an der Princeton University (1974–1977).

Harold James, geboren 1956, Professor of History and International Affairs an der Princeton University (seit 1986) und Marie Curie Professor of History am European University Institute in Florenz (seit 2006). Zuvor: Fellow des Peterhouse College an der Cambridge University (1978–1986). Mitglied der Unabhängigen Expertenkommission Schweiz – Zweiter Weltkrieg (UEK, Bergier-Kommission, 1996–2002).

Peter B. Kenen, geboren 1932, Senior Fellow for International Economics des Council on Foreign Relations. Zuvor: Walker Professor of Economics and International Finance an der Princeton University (1971–2004), Professor an der Columbia University (1964–1971). Gastprofessuren und Forschungsaufenthalte an verschiedenen Universitäten sowie Gutachter- und Beratertätigkeit für zahlreiche Regierungs- und andere Institutionen.

Frederic S. Mishkin, geboren 1951, Mitglied des Board of Governors des Federal Reserve System (seit September 2006, d.h. nach Fertigstellung des Beitrags zu dieser Festschrift). Zuvor: Alfred Lerner Professor of Banking and Financial Institutions an der Graduate School of Business der Columbia University (1999–2006) sowie Research Associate des National Bureau of Economic Research (seit 1980), A. Barton Hepburn Professor of Economics und Professor an der Graduate School of Business der Columbia University (1983–1999), Professor an der University of Chicago (1976–1983). Gastprofessuren an verschiedenen Universitäten.

Manfred J. M. Neumann, geboren 1940, emeritierter Professor für Nationalökonomie; zuletzt: Ordinarius für Allgemeine Staatswissenschaften (insbesondere Wirtschaftspolitik) sowie Institutsdirektor an der Universität Bonn (1981–2006). Zuvor: Professor für Geldtheorie und Geldpolitik an der Freien Universität Berlin (1973–1981), Wissenschaftlicher Assistent an der Universität Konstanz (1969–1973), Volkswirtschaftliche Abteilung der Deutschen Bundesbank, (1967–1969).

Alexander K. Swoboda, geboren 1939, Professor für Aussenwirtschaftslehre am Institut universitaire de hautes études internationales (HEI) in Genf (seit 1969). Professor für Nationalökonomie an der Universität Genf (1973–2004), Direktor des HEI (1990–1998), Direktor des International Center for Monetary and Banking Studies in Genf (1973–1991), Senior Policy Advisor und Resident Scholar beim IWF (1998–2000), Mitglied des Bankrats der SNB (seit 1997). Gastprofessuren und Forschungsaufenthalte an verschiedenen Universitäten.

William R. White, geboren 1943, Ph. D. in Nationalökonomie, Volkswirtschaftlicher Berater und Leiter der Währungs- und Wirtschaftsabteilung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (seit 1995). Zuvor: Volkswirtschaftler bei der Bank of Canada (1973–1995), wobei als stellvertretender Leiter des Department of Banking and Financial Analysis (bis 1978) und als Leiter des Research Department (1979–1995) sowie als Berater des Gouverneurs (1984–1988) und als Stellvertretender Gouverneur (1988–1995).

Interne Autoren (Teil 2) und Redaktionskommission

Werner Abegg, geboren 1954, lic. phil., Stellvertretender Direktor, Leiter Kommunikation.

Urs W. Birchler, geboren 1950, Dr. oec. publ., Direktor, Wissenschaftlicher Berater, Finanzstabilität und Überwachung.

Guido Boller, geboren 1963, Dr. oec. HSG, Stellvertretender Direktor, Leiter Statistik.

Cristina Borsani, geboren 1977, lic. oec. HSG, Mitglied des Kaders, Asset Management.

Roberto Cippà, geboren 1953, Dr. oec., D. Phil., Direktor, Leiter Internationale Währungsbeziehungen.

Vincent Crettol, geboren 1965, MA ès sc. écon., CFA, Vizedirektor, Wissenschaftlicher Berater, Finanzmärkte.

M. Sophie Faber, geboren 1967, lic. oec. publ., FRM, Mitglied des Kaders, Risikomanagement.

Robert Fluri, geboren 1943, lic. rer. pol., Vizedirektor, Operatives Bankgeschäft: Analysen/ Konzepte.

Patrick Halbeisen, geboren 1962, Dr. phil. I, Mitglied des Kaders, Leiter Archiv.

Daniel Heller, geboren 1964, Dr. rer. pol., Direktor, Leiter Finanzstabilität und Überwachung.

Werner Hermann, geboren 1955, Dr. rer. pol., Direktor, Leiter Internationale Forschung und Technische Hilfe.

Daniel Hübscher, geboren 1971, bis zum Verlassen der Bank (August 2006) Vizedirektor, Stellvertreter des Leiters Rechnungswesen.

Karl Hug, geboren 1953, Direktor, Leiter Geldmarkt und Devisenhandel.

Jean-Pierre Jetzer, geboren 1948, Dr. oec. HSG, Direktor, Delegierter für Regionale Wirtschaftskontakte (Ostschweiz).

Thomas J. Jordan, geboren 1963, Dr. rer. pol., Mitglied des Direktoriums (seit Mai 2007, d.h. nach Fertigstellung der Beiträge zu dieser Festschrift).

Hans-Christoph Kesselring, geboren 1947, Dr. oec. publ., Direktor, Generalsekretariat.

Peter Klauser, geboren 1946, Dr. iur., Rechtsanwalt, Direktor, Leiter Recht und Dienste.

Anne Kleinewefers Lehner, geboren 1967, Dr. rer. pol., Vizedirektorin, Delegierte für Regionale Wirtschaftskontakte (Mittelland).

Ulrich Kohli, geboren 1948, Ph.D. in Nationalökonomie, Stellvertretendes Mitglied des Direktoriums, Chefökonom, Leiter Internationale Angelegenheiten.

Hans Kuhn, geboren 1961, Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt, Direktor, Leiter Rechtsdienst.

Guy Maradan, geboren 1963, Fachspezialist, Administration Bargeld.

Dewet Moser, geboren 1960, lic. rer. pol., Stellvertretendes Mitglied des Direktoriums, Leiter Finanzmärkte.

Michel Peytrignet, geboren 1952, Dr. ès sc. écon., Direktor, Leiter Volkswirtschaft.

Eveline Ruoss, geboren 1956, Dr. oec. publ., Direktorin, Leiterin Konjunktur.

Umberto Schwarz, geboren 1956, Dr. ès sc. écon., Vizedirektor, Stellvertreter des Leiters Internationale Währungsbeziehungen.

Thomas Stucki, geboren 1963, Dr. rer. pol., CFA, bis zum Verlassen der Bank (November 2006) Direktor, Leiter Asset Management.

Andy Sturm, geboren 1973, lic. rer. pol., Stellvertretender Direktor, Leiter Finanzmarktinfrastruktur.

Thomas Wiedmer, geboren 1962, Dr. rer. pol., Stellvertretendes Mitglied des Direktoriums, Leiter Finanzen und Controlling.

Mathias Zurlinden, geboren 1954, Dr. rer. pol., Wissenschaftlicher Berater, Konjunktur.

Redaktionelle Informationen

Redaktionskommission

Ulrich Kohli (Vorsitz)
 Werner Abegg
 Vincent Crettol
 Patrick Halbeisen
 Jean-Pierre Jetzer
 Hans-Christoph Kesselring
 Peter Klauser
 Hans Kuhn

Gesamtkoordination und Projektverantwortung

Hans-Christoph Kesselring

Verantwortlich für die Sprachversionen

Cliona Coyne (englische Ausgabe)
 Christophe Jacot (französische Ausgabe)
 Hans-Christoph Kesselring (deutsche Ausgabe)
 Mauro Picchi (italienische Ausgabe)

Autoren

Siehe spezielles Verzeichnis.

Redaktionelle Beratung

Toby Alleyne-Gee, Zürich (englische Ausgabe)
 Marco Badan, Morbio Superiore (italienische Ausgabe)
 Walter Günthardt, Gockhausen (deutsche Ausgabe)
 Marian Stepczynski, Carouge (französische Ausgabe)

Übersetzungen

Anna Bonetti, Bellinzona (italienisch)
 Patrick Burkhard, Cormondrèche (französisch)
 Francesco Cesari, Pully (italienisch)
 Cristina Giobbe-Raimondi, Basel/Rom (italienisch)
 Alain Muller, Lully (französisch)
 John Purnell, Basel (englisch)
 Astrid Schmidlin, Basel (deutsch)
 Michel Schnarenberger, Lausanne (französisch)

Archiv

Patrick Halbeisen
 Nicolas Haymoz
 Christian Inäbnit
 Evelyn Ingold

Bibliothek

Anne-Marie Papadopoulos
 Denise Rohr

Sekretariat

Hedy Dornauer

Dieses Buch (Teile 1 und 2) erscheint auch in englischer, französischer und italienischer Sprache;
 Teil 3 ist in allen Auflagen englisch.

