

Die Nationalbank im Dienste der Wirtschaft

Referat von
Dr. Jean-Pierre Roth
Präsident des Direktoriums der
Schweizerischen Nationalbank

Regionale Wirtschaftsförderung Luzern
Zentralschweizerische Handelskammer
Dienstag, 10. September 2002

Einleitung

Die Innerschweiz ist nicht nur dem Namen nach eine Schweiz in der Schweiz. Sie ist auch wirtschaftlich in vielem typisch für unser Land. Exportindustrie und Tourismus spielen für beide eine gewichtige Rolle. Bei beiden kommen aber auch die Vorteile einer guten Diversifikation ins Spiel, indem sowohl High Tech wie reife Industrien einen Beitrag zur Wirtschaftsleistung erbringen. Die Geldpolitik kann in diesem Umfeld einiges bewegen. Ich gehe heute auf Möglichkeiten der Geldpolitik ein, aber auch auf die Grenzen, in denen die Nationalbank ihr geldpolitisches Instrumentarium im Dienste der Wirtschaft einsetzen kann.

1. Was kann die Notenbank tun?

Nutzen der Preisstabilität

Der grösste Dienst, den eine Notenbank der Wirtschaft leisten kann, ist die Kaufkraft des Geldes stabil zu halten. Die Inflation auf einem stabilen, anhaltend tiefen Niveau zu halten, hat viele volkswirtschaftliche und soziale Vorteile.

Inflation - sowie Deflation - stören die Funktionsweise der Märkte und beeinträchtigen die wirtschaftliche Entwicklung. So verlieren die Preise einzelner Güter an Aussagekraft, die Bildung von Preiserwartungen wird erschwert, die Bargeldhaltung und die Vermögensumverteilung werden teurer, und schliesslich schaffen Einkommens- und Vermögensumverteilung soziale Ungerechtigkeit.

Preisstabilität ist sehr populär. Inflationsbekämpfung ist es weniger. Hat die Inflationsentwicklung einmal eine gewisse Dynamik erreicht, dann führen oft nur noch schmerzhaft monetäre Korrekturen wieder zurück zum Gleichgewicht. Die Auswirkungen der Inflationsbekämpfung können sogar in einer vorübergehenden Rezession und in Arbeitslosigkeit bestehen. Sie sind nur schwer quantifizierbar. Dennoch bezweifelt heute niemand mehr, dass es sich um bedeutende volkswirtschaftliche Kosten handelt.

Für eine Notenbank ist Geldwertstabilität deshalb zentral, weil ihr Instrumentarium hier die grösste Wirkung entfalten kann. Ist die Geldwertstabilität nicht gegeben, stehen meist Fehleinschätzungen der Notenbanken als Ursache dahinter. Deshalb hat eine Notenbank vorab die Aufgabe, auf diesem Gebiet keine gravierenden Fehler zu begehen.

Die Geldpolitik lässt sich mit dem Steuern eines Bootes vergleichen: Das Boot reagiert oft nicht sofort auf Drehungen am Ruder, eine «Stop and go»-Politik ist nicht zweckmässig

und sorgt nur für Verwirrung an Deck. Bei geldpolitischen Massnahmen empfiehlt sich eine Politik der ruhigen Hand. Die Verstetigung der Geldpolitik ist von grosser Bedeutung. Der Dienst, den die Nationalbank für die Wirtschaft und die Gesellschaft leisten kann, besteht somit vorrangig darin, die Inflation langfristig niedrig zu halten. Glücklicherweise herrscht darüber in der Schweiz, einem stark exportorientierten Land, seit Generationen ein breiter politischer Konsens.

Und die Realwirtschaft?

Das Primat der Geldwertstabilität bedeutet nicht, dass die Nationalbank die Realwirtschaft aus den Augen verliert. Zwar hängt der langfristige Wachstumspfad primär von der Wettbewerbsfähigkeit und der Struktur einer Wirtschaft ab. Das Auf und Ab auf dem Weg zu Prosperität ist nicht nur mit der Weltwirtschaft, sondern auch mit der Geldpolitik verbunden. In der kurzfristigen Betrachtung mag die Verbindung zwischen Konjunktur und Notenbankpolitik problematisch erscheinen. Dem langfristigen Ziel der Preisstabilität steht der kurzfristige Anspruch gegenüber, der Wirtschaft nicht durch zu hohe Zinsen Sand ins Getriebe zu streuen. Diesem Umstand wird bei der Revision des Nationalbankgesetzes Rechnung getragen. «Die Nationalbank im Dienst der Wirtschaft», diese Maxime wird im Gesetzestext mit den folgenden Worten umgesetzt: «Die Nationalbank gewährleistet die Preisstabilität. Dabei beachtet sie die konjunkturelle Entwicklung.»

Diese Formulierung verdeutlicht vor allem eines: Das Hauptziel der Nationalbank, nämlich Preisstabilität zu gewährleisten, darf nicht dazu führen, dass für rasche Gewinne an der Inflationsfront extreme reale Kosten in Kauf genommen werden. «Dienst an der Wirtschaft» heisst für eine Notenbank aber auch nicht, dass sie «à tout prix» eine sofortige Verbesserung des wirtschaftlichen Klimas anstrebt, mit der Gefahr, eine langfristige inflationäre Entwicklung zu schaffen.

Keine Illusionen darf man sich nämlich über die Handlungsmöglichkeiten einer Notenbank machen. Zum Wesen der Konjunktur gehört, dass sie sich ändert - und dies meist rascher, als die Geldpolitik wirken kann. Ihre Bestimmungsfaktoren sind oft komplex und liegen ausserhalb des Einflusses der Behörden. Versuche, die Konjunktur mit geldpolitischen Massnahmen anzukurbeln sind deshalb in der Regel zum Scheitern verurteilt. Und die Wirkung von geldpolitischen Massnahmen auf die Inflation tritt erst mit einer Verzögerung von zwei bis drei Jahren ein. Würde eine Notenbank somit sofort auf die jeweilige Konjunkturlage reagieren, würde sie Gefahr laufen, das Ziel der Preisstabilität aus den Augen zu verlieren. Sie würde der Wirtschaft damit letztlich einen schlechten Dienst

erweisen. «Beachten der konjunkturellen Entwicklung» bedeutet also nicht konjunkturpolitischen Aktivismus, sondern heisst, dass die Nationalbank bei der Festlegung ihrer Geldpolitik die realwirtschaftlichen Konsequenzen berücksichtigt und ihren Spielraum in der Zinspolitik soweit ausnutzen muss, als es die vorhersehbare Entwicklung der Preise gestattet.

Dem Handlungsspielraum der Nationalbank sind auch dadurch Grenzen gesetzt, dass wir in einer kleinen offenen Volkswirtschaft leben. Der Gang der Weltwirtschaft setzt damit gewisse Leitplanken, denen wir uns nicht entziehen können. Sich gegen internationale Trends zu stemmen, ist mit grossen Risiken verbunden und führt selten zum Erfolg. Die Geldpolitik ist keine Vollkasko-Versicherung gegen die Wechselfälle der Konjunktur. Sie berücksichtigt aber das konjunkturelle Umfeld und schöpft vorhandene Handlungsspielräume aus.

Und der Wechselkurs?

Neben der weltweiten Konjunktorentwicklung hat für die Schweiz der Wechselkurs einen hohen Stellenwert. Nicht nur für die Unternehmen, die unter preisbedingten Absatzproblemen im Ausland leiden, sondern auch für die Nationalbank, die sich deren Sorgen bewusst ist und sie ernst nimmt.

Der Wechselkurs findet über die zwei bereits angesprochenen Kanäle Eingang in den geldpolitischen Entscheidungsprozess. Zum einen direkt über die Beachtung der konjunkturellen Entwicklung. Und zum anderen indirekt über die Importpreise, die in den Konsumentenpreisindex eingehen und so das Ziel der Preisstabilität tangieren.

Der Zielkonflikt zwischen Konjunktorentwicklung und Preisstabilität, der in der kurzen Frist hin und wieder besteht, tritt verschärft auf zwischen Wechselkursstabilität und Preisstabilität. Wollte die Nationalbank den Frankenkurs um jeden Preis zum Sinken bringen, müsste sie das prioritäre Ziel der Preisstabilität letztlich aufgeben - mit den eingangs diskutierten Folgen und ohne Gewähr dafür, dass die Senkung des nominellen Frankenkurses eine dauerhafte Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit herbeiführen würde.

Sie sehen, die Nationalbank muss bei ihren geldpolitischen Entscheiden eine ganze Reihe von Aspekten berücksichtigen, um mittelfristig Preisstabilität zu gewährleisten und der Wirtschaft ein ausgeglichenes Wachstum zu ermöglichen. Wie geht sie dabei in der Praxis vor?

2. Wie wird Geldpolitik zwischen Preisstabilität und Konjunktur umgesetzt?

Unser geldpolitisches Konzept, das wir seit dem Jahr 2000 verfolgen, beruht auf diesen drei Elementen: Definition der Preisstabilität, Inflationsprognose und Zielband für den 3-Monats-Franken-Liborsatz.

Preisstabilität setzen wir mit einem Anstieg der Teuerung von unter 2% im Jahr gleich. Selbstverständlich wollen wir auch jede Deflation vermeiden und sind daher bestrebt, die Teuerung auf mittlere Frist zwischen 0% und 2% zu halten.

Wegen der langen Wirkungsverzögerung der Geldpolitik auf die Preise ist die Nationalbank gezwungen, eine vorausschauende Haltung einzunehmen und sich an einer Prognose zu orientieren. Das zweite Element unseres Konzepts ist daher die Verwendung einer Inflationsprognose als Hauptindikator für geldpolitische Entscheidungen. Die Inflationsprognose fasst letztlich zusammen, wie wir die Preis- und Konjunktorentwicklung einschätzen. Der Prognosehorizont ist etwa so lang wie die Wirkungsverzögerung der Geldpolitik, also rund 3 Jahre.

Für die Umsetzung unserer Politik in die Praxis verwenden wir ein Zielband für den kurzfristigen Zinssatz, den dreimonatigen Frankensatz am Londoner Interbankenmarkt, den 3-Monats Libor. Mit unserer Liquiditätspolitik beeinflussen wir die Zinsen am Geldmarkt.

Mit diesem Konzept arbeiten wir. Unseren Aufgaben können wir aber nicht gerecht werden, wenn wir es mechanisch anwenden. Geldpolitische Entscheide fallen deshalb immer aufgrund einer breiten Diskussion aller zur Verfügung stehender Informationen.

3. «Wo stehen wir heute?»

Lassen Sie mich zur Beantwortung dieser Frage kurz zurückblicken. Hätte man kurz nach der Millenniumsfeier - Anfang 2000 - die allgemeine konjunkturelle Lage und die Stimmung an den Finanzmärkten in eine Schlagzeile fassen müssen, dann hätte sich für die USA und einige Branchen wohl als Titel «Boom ohne Ende» angeboten. Nach einem Jahrzehnt starken Wachstums mit vergleichsweise geringer Inflation in den USA hatten auch Europa und selbst Japan mit seinen zurückliegenden Wirtschaftsproblemen wieder stattliche Wachstumsraten erreicht.

Dennoch waren Ende 2000 viele Konjunkturberichte mit einem grossen Fragezeichen versehen. Ab Mitte 2000 büsste das Wirtschaftswachstum deutlich an Dynamik ein. Vor allem die Investitionstätigkeit kam ins Stocken. Zwar war zunächst weiterhin ein Anstieg zu verzeichnen, aber die Zeit der zweistelligen Zuwachsraten der Ausrüstungsinvestitionen - wie etwa in den USA - neigte sich dem Ende zu. Bemerkenswert war, wie synchron verschiedene Volkswirtschaften betroffen waren, obwohl sie sich in unterschiedlichen konjunkturellen Stadien befanden. Dies lässt sich vor allem durch einige besondere Faktoren erklären. Drei davon haben - wenn auch in unterschiedlichem Ausmass - die Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz mitgeprägt.

Synchrone Schocks

Ein erster solcher Faktor war der deutliche Anstieg der Ölpreise in den Jahren 1999 und 2000. Die konjunkturell bedingte hohe Nachfrage selbst hatte dazu beigetragen. Nun aber verteuerte der höhere Ölpreis die ohnehin auf vollen Touren laufende Produktion zusätzlich, womit die Fieberkurve der Preise anzusteigen begann.

Als zweiter Faktor setzte auch die Geldpolitik dämpfende Akzente. Ende der 90er Jahre erhöhten die Zentralbanken vieler Länder ihre Zinssätze sukzessive, um dem Risiko einer Überhitzung zu begegnen. Dafür bestanden in jener Zeit gute Gründe.

Der dritte Faktor war kaum vorhersehbar: Die Korrektur der vorangegangenen Übertreibungen an den Finanzmärkten; insbesondere das Platzen der Technoblase. Fast genauso ungestüm wie die Entwicklung lange Zeit nach oben zeigte, fiel der Rückschlag aus. Damit platzte auch der Traum eines endlosen inflationsfreien Wachstums. An den Börsen kam es zu umfassenden Neubewertungen der Aktien. Nicht nur Technologie-, sondern auch die Finanzwerte gerieten unter Druck. Die Gewinn und Wachstumsaussichten mussten vielerorts überdacht werden. Wer vor zwei Jahren 100.- Franken in einen Index investierte, hat heute im Fall des DJI noch 80.-, mit dem SPI noch 70.- und beim EuroSTOXX50 gar nur noch 50.- Franken.

Reaktion von Geldpolitik, Investoren und Konsumenten

Das Jahr 2001 wurde somit für die Weltwirtschaft zu einer Belastungsprobe. Es war geprägt von sinkender Industrieproduktion und dem Rückgang der Investitionstätigkeit. Nicht mehr das Wort «Boom» beherrschte nun die Schlagzeilen, sondern der Begriff «Rezession».

Die tiefen Inflationsraten und die vorangegangene geldpolitische Disziplin erlaubten der Geldpolitik, entschieden ins Geschehen einzugreifen. Auf die nachlassende Dynamik wurde mit einer raschen und ausgeprägten Lockerung der monetären Bedingungen reagiert. Mitten in die geld- und fiskalpolitischen Bemühungen fielen die Anschläge des 11. Septembers 2001. Sie waren nicht die Ursache des Abschwungs, beschleunigten die Entwicklung aber, verstärkten die Unsicherheit und bremsten die Dynamik weiter. Die Geldpolitik nützte ihren Handlungsspielraum mit einer konzertierten Zinssenkung ein weiteres Mal aus. Die Reaktion von Konsumenten und Investoren fiel unterschiedlich aus: Der Konsum blieb die Stütze der Konjunktur; vor allem in den USA. Der europäische Konsum - insbesondere der deutsche - reagiert merklich zurückhaltender. Für die Investoren dagegen wogen die Unsicherheiten bis anhin schwerer als das günstige Zinsumfeld. Sie agierten äusserst vorsichtig.

Für das zweite Halbjahr 2002 wurde vielerorts mit einem Erstarren der Unternehmensaktivitäten und damit einer Belebung der Wirtschaft gerechnet. Zunächst schien sich dies auch zu bewahrheiten. Vor allem in den USA entwickelte sich die Wirtschaft bereits im ersten Quartal 2002 wieder besser. Dies gilt auch, wenn berücksichtigt wird, dass der dortige Effekt zur Hälfte darauf zurückzuführen war, dass die Lager weitgehend leer waren und die anziehende Nachfrage sich sogleich auf die Produktion auswirkte.

Vertrauenskrise

Zur nach wie vor herrschenden konjunkturellen Unsicherheit gesellte sich seit Anfang dieses Jahres aber zunehmend die Ungewissheit über die Richtigkeit von Bilanzangaben: Zur Konjunkturkrise gesellte sich die Vertrauenskrise. Die Informationsgesellschaft wurde damit an einem wunden Punkt getroffen. Die vorherrschenden Messinstrumente zur Beurteilung der Bonität von Unternehmen taugen nur, wenn die Bilanzangaben korrekt sind. Als Reaktion auf diese Vertrauenskrise wurden verschärfte Spielregeln für börsenkotierte Unternehmen teilweise bereits eingeführt oder sind in Vorbereitung. Es bedeutet aber weiterhin eine wesentliche Herausforderung, das Vertrauen wieder herzustellen.

Die zurückliegenden Sommermonate waren durch den Einbruch an den internationalen Börsen gekennzeichnet, der unter dem Eindruck dieser Unsicherheit erfolgte. Parallel dazu stieg der Risikoaufschlag bei Unternehmensanleihen auf eine noch kaum je erreichte Höhe. Dies zeigt, dass das Misstrauen der Anleger nach wie vor ausgeprägt ist.

Wenn auch eine gewisse Zurückhaltung verständlich ist, besteht dennoch kein Grund zur Schwarzmalerei. Mit der Rückkehr des Vertrauens wird sich auch die Investitionslust wieder einstellen. Der von den meisten Prognostikern auf Mitte Jahr erwartete Aufschwung benötigt aber noch mehr Zeit, bevor er an Breite und Festigkeit gewinnt. Die konjunkturelle Dynamik ist aufgeschoben, nicht aufgehoben!

... und in der Schweiz?

Wenn die USA hustet, herrscht allseits Erkältungsgefahr. Für eine kleine offene Volkswirtschaft wie die Schweiz trifft dies besonders zu, vor allem wenn Deutschland, unser wichtigster Handelspartner, ebenfalls Mühe bekundet. Das Auf und Ab der Schweizer Wirtschaft hängt wesentlich vom konjunkturellen Wellengang im Ausland ab. Neben der Verflechtung der Gütermärkte sorgen zunehmende Kapital- und Finanztransaktionen für eine erhöhte wechselseitige Abhängigkeit. Die Schweiz konnte sich der internationalen Entwicklung nicht entziehen. Besonders hart traf es die exportorientierten Industriezweige. Hier kam erschwerend hinzu, dass gleichzeitig der Franken an Stärke gewann. Dies spürte vor allem die Maschinenbranche in ihren Auftragsbüchern. In der Tourismusbranche waren ebenfalls markante Rückgänge zu verzeichnen. Dies lässt sich anhand der Luzerner Hotellerie veranschaulichen: Gegenüber dem Spitzenjahr 2000 wurden hier in Luzern im letzten Jahr ein Zehntel weniger Logiernächte registriert und im ersten Halbjahr 2002 nahmen die Übernachtungen immer noch um 7,5% ab. Spürbar war vor allem die abnehmende Reiselust der Touristen aus den USA .

Dass sich die Nationalbank dieser konjunkturellen Schwierigkeiten und der gestiegenen Belastung durch den Wechselkurs bewusst ist, hat sie in dieser Zeit mehrfach unter Beweis gestellt. Wir haben unsere Geldpolitik deutlich gelockert: Erstmals Anfang 2001, als sich die konjunkturelle Schwäche abzuzeichnen begann; dann nach dem 11. September und schliesslich vor dem Hintergrund des anhaltend schwierigen konjunkturellen Umfelds und des Aufwertungsdrucks auf den Franken. Vor gut einem Monat senkten wir unser Zielband um 0,5 Prozentpunkte auf 0,25 bis 1,25%.

Vergessen wir dabei eines nicht: Diese unterstützenden Aktionen der Nationalbank waren nur möglich, weil die aktuelle Lage und die Aussichten bei der Inflation uns dafür Raum liessen. In der Schweiz, aber auch anderswo, beobachten wir seit geraumer Zeit konjunkturbedingt kaum mehr Inflationsdruck. Die Aufwertung des Frankens zeigt hier für einmal eine positive Seite. Die rückläufigen Importpreise tragen wesentlich zu den tiefen

Teuerungsraten bei. Da und dort wird bereits von Deflation gesprochen, doch diese Einschätzung ist falsch. Die leicht negative schweizerische Preisentwicklung im Juli von -0,1% ist auf Sonderfaktoren zurückzuführen, die gegen Ende Jahr wieder wegfallen werden. Ohne sie hätte der Preisauftrieb 0,5% betragen. Wird die Inflations-Rechnung ohne die günstigeren Erdölpreise und Nahrungsmittel gemacht (Kerninflation), zeigt sich ein Preisanstieg von rund 1%. Dasselbe gilt mit rund 2,5% für die Kerninflation im Euro-Raum und in den USA.

4. Wie geht es weiter?

Anfang dieses Jahres erwartete die Mehrzahl der Prognostiker eine Belebung der Wirtschaft und ein Einschwenken auf einen nachhaltigen Wachstumspfad für die zweite Jahreshälfte - also jetzt. Seit Mitte Jahr verdichteten sich nun die Signale, dass die Erholung langsamer und moderater in Gang kommt, als wir alle gehofft hatten.

Wir erwarten jetzt, dass sich das Konjunkturbild nur langsam, aber stetig aufhellen wird. Die Wirtschaftsentwicklung wird dieses Jahr flach bleiben und das BIP um deutlich weniger als 1% wachsen. Die Arbeitslosigkeit wird gegen Ende Jahr zunehmen, sollte sich aber 2003 wieder zurückbilden. Diese Annahmen können aber nur eintreffen, wenn in den USA und in Europa die Konjunktur ab dem Jahresende wieder anspringt und auf einen nachhaltigen Wachstumspfad zurückfindet. Davon würden insbesondere die Exporte und Ausrüstungen profitieren. Das Konsumwachstum dürfte sich dagegen entsprechend der Entwicklung am Arbeitsmarkt und der real verfügbaren Einkommen im laufenden Jahr abschwächen, und erst 2003 mit einer gewissen Verzögerung von der Wirtschaftsentwicklung profitieren. Die Impulse vom Bausektor sind zweigeteilt: Während bei Wohnungen ein Nachfrageüberhang besteht, stehen viele Büro- und Gewerbeflächen leer. Insgesamt dürfte deshalb - trotz tiefer Baukosten - nur eine schwache Dynamik resultieren. Dies ist das wahrscheinlichste Szenario für die wirtschaftliche Entwicklung. Es ist aber, wie verschiedene Frühindikatoren zeigen, von besonderer Unsicherheit geprägt.

Unsicherheit über die Weltkonjunktur

Die Konjunkturlokomotive USA legt derzeit einen Zwischenhalt ein, es handelt sich aber nicht um eine Entgleisung. Auch wenn die Unternehmer noch viel Vorsicht walten lassen, so zeichnet sich doch eine Erholung der Ausrüstungsinvestitionen ab. Der Konsum dürfte sich zwar abschwächen, aber weiterhin zum Wachstum beitragen. Dennoch müssen wir

das Risiko einer nochmaligen Verlangsamung - vor allem wenn sie Europa betrifft - im Auge behalten, auch wenn sie heute nicht wahrscheinlich scheint.

Das Risiko «Wechselkurs»

Eine weitere Unsicherheit ergibt sich an der Wechselkursfront. Die höheren Preise schweizerischer Produkte im Ausland bereiten der Exportindustrie grosse Sorgen, auch wenn sich der Euro in diesem Jahr stabilisierte. Das Ungleichgewicht in der amerikanischen Ertragsbilanz äusserte sich zunehmend in einer markanten Abwertung des Dollars. Ein Dollarrückgang verbilligt zwar die Importe von Konsumgütern und von Rohstoffen, insbesondere von Öl. Viel hängt aber vom Tempo der Abwertung ab. Wenn sich die Ungleichgewichte diesseits und jenseits des Atlantik langsam abbauen, dann werden die Vorteile in Form von billigeren Importen für Europa überwiegen. Erfolgt die Abwertung aber innert kurzer Frist, so dürfte der Schock der ausfallenden amerikanischen Nachfrage die europäische und damit mit auch die schweizerische Wirtschaft schwer belasten.

Das Risiko «Politische Konflikte»

Vor dem Hintergrund des 11. Septembers wird auch die politische Unsicherheit schmerzlich ins Gedächtnis zurückgerufen. Die Folgen der Terroranschläge wurden verkraftet - zumindest darf dies für die Wirtschaft behauptet werden. Die Wirtschaftsgemeinschaft hat sich als verwundbar, nicht aber als durch terroristische Machenschaften zerstörbar erwiesen.

Auf politischem Gebiet sind die Folgen des 11. Septembers noch nicht ausgestanden. Politische Unruhen erzeugen Unsicherheit. Für die Wirtschaft allgemein bedeutet dies trotz der tieferen Zinsen ein schwieriges Investitionsklima, für die Schweiz das Risiko einer Aufwertung durch den Zufluss schutzsuchender Gelder. Politische Unruhen bringen auch immer wieder Ölpreisturbulenzen, eine weitere mögliche Belastung für die Weltwirtschaft.

Trotz Risiken die Chancen nutzen

Doch wir haben gute Gründe, neben den Risiken auch die Chancen zu würdigen. Übertriebener Pessimismus und Skepsis sind heute genauso deplatziert, wie der übertriebene Optimismus und Überschwang von gestern. Die Schweiz ist für einen Aufschwung gerüstet. Sie hat die Lehren aus den Zeiten schwachen Wachstums gezogen. Die Anreize sind weitgehend richtig gesetzt. Der Produktionsapparat ist in einem guten Zustand. Es wurde viel in zukunftssträchtige Märkte investiert, es wurde redimensioniert,

wo dies nötig war. Auch in der Liberalisierung wurden Fortschritte erzielt. Das Feld ist zu einem guten Teil bestellt, wir können darauf vertrauen, dass wie die Früchte ernten werden.

5. Schlussbemerkungen

Die Nationalbank stellt sich in den Dienst der Wirtschaft, indem sie primär Preisstabilität verfolgt, die Konjunktur aber nicht aus den Augen verliert. Das Primat der Preisstabilität gilt aus gutem Grund, doch Handlungsspielräume sollen ausgeschöpft werden. Die jüngste Vergangenheit hat gezeigt, dass die Nationalbank nicht passiv bleibt. Wir haben zunächst auf die Wachstumsabschwächung, dann auf den starken und raschen Anstieg des Frankenkurses und schliesslich auf die Tatsache, dass sich die Erholung verzögern wird, reagiert. Wir waren dazu aber nur in der Lage, weil es uns in den Zeiten mit starkem Wirtschaftswachstum gelungen war, die Preisdisziplin zu erhalten. Erst damit verfügten wir über den nötigen Handlungsspielraum. So zeigt sich, dass die Preisstabilität als primäres Ziel der Geldpolitik der Wirtschaft letztlich einen sehr direkten Dienst erweist.

Berücksichtigen Sie aber immer auch, dass die Möglichkeiten der Nationalbank nicht unbegrenzt sind: Eine Schwalbe macht noch keinen Sommer und tiefe Zinsen sind noch keine Garantie für Prosperität. Die Nationalbank kann den Weg zum Aufschwung ebnen, beschreiten aber müssen Sie als Investoren und Konsumenten diesen Weg selber.