

**Geldpolitik 2000-2005:  
Was haben wir gelernt?**

Referat von

Jean-Pierre Roth

Präsident des Direktoriums der

Schweizerischen Nationalbank

Universität St. Gallen

18. Januar 2006

## 1. Einleitung

Anfang 2000, also vor etwas mehr als fünf Jahren, entschied sich die Nationalbank für ein neues geldpolitisches Konzept. Sie verabschiedete sich somit von der während 25 Jahren praktizierten Steuerung der Geldaggregate, die sich im Kampf gegen die Inflation als erfolgreich erwiesen hatte, auf die wir uns angesichts der neuen Entwicklungen an den Finanzmärkten aber nicht mehr genügend verlassen konnten.

Wie das frühere Konzept ist auch die seit 2000 verfolgte Strategie auf die mittelfristige Erhaltung der Preisstabilität ausgerichtet. Das Ziel der Geldpolitik ist damit nach wie vor das gleiche, während die Mittel und Wege zur Erreichung dieses Ziels den Umständen angepasst wurden. In meinem heutigen Referat werde ich zunächst die unserem neuen Konzept zugrunde liegende Logik darstellen. Danach werde ich die Veränderungen des Umfelds beleuchten, in dem unsere Geldpolitik stattfindet, insbesondere die Folgen der Einführung einer Einheitswährung in unseren Nachbarländern und die Folgen der Globalisierung. Aus dieser Analyse des geldpolitischen Umfelds werde ich schliesslich Schlüsse für die Umsetzung unserer Politik ziehen.

## 2. Die Elemente des im Jahr 2000 eingeführten geldpolitischen Konzepts

Die seit 2000 verfolgte Strategie ist komplexer als das Konzept, das die SNB nach der Freigabe des Frankenkurses im Jahre 1973 eingeführt hatte. Die SNB ist von der Geldmengensteuerung zu einer Strategie übergegangen, die auf drei Elementen beruht:

- Die Erstellung einer für den geldpolitischen Kurs massgeblichen Inflationsprognose
- Eine klare Definition der Preisstabilität
- Der Einsatz des Dreimonats-Libor als Instrument für die Umsetzung der Geldpolitik.

### ***Die Inflationsprognose***

Die wichtigste Neuerung des aktuellen Konzepts besteht in der vierteljährlichen Erstellung einer Inflationsprognose. Mit Hilfe verschiedener ökonomischer Modelle, in die alle aus aktueller Sicht massgeblichen Informationen einfließen, schätzt die SNB die Entwicklung der Inflation in den nachfolgenden drei Jahren, wobei sie von der Voraussetzung einer unverändert bleibenden Geldpolitik ausgeht. Mit dieser Prognose – die gemeinhin als bedingte Prognose bezeichnet wird – soll nicht etwa, wie vielfach angenommen wird, der Öffentlichkeit ein Hinweis auf die tatsächliche Preisentwicklung gegeben werden; vielmehr

will sie aufzeigen, wie sich die Teuerung entwickeln würde, wenn sich das Zinsniveau – und damit der geldpolitische Kurs – in den folgenden drei Jahren nicht verändern würde. Eine solche Annahme ist zwar kaum realistisch, sie gestattet es jedoch, die mittelfristigen Auswirkungen der zum Prognosezeitpunkt verfolgten Geldpolitik aufzuzeigen. In diesem Zusammenhang sei daran erinnert, dass sich die geldpolitischen Entscheidungen von heute erst mit einer relativ langen und variablen Wirkungsverzögerung, in der Schweiz durchschnittlich ungefähr nach 3 Jahren, im Preisniveau niederschlagen.

Gegenüber dem geldpolitischen Konzept der Achtziger- und Neunzigerjahre ist der neue Ansatz insofern komplexer, als in der Vergangenheit lediglich die Geldaggregate als Indikatoren der künftigen Preisentwicklung herangezogen wurden, während nun eine ganze Reihe von Indikatoren in unsere Prognose einfließt. Hierzu gehören natürlich monetäre Indikatoren, daneben aber auch die Entwicklung der internationalen Konjunktur und der schweizerischen Wirtschaft. Für unsere Prognosemethoden ziehen wir sowohl die klassischen als auch die modernsten ökonometrischen Techniken heran. Wir besitzen also keine "Black Box", sondern ein echtes "Arsenal" von Modellen. Auf dieser Basis erstellen wir die Prognose, die schliesslich publiziert wird.

Hauptaufgabe der Inflationsprognose ist es, der SNB einen mittelfristig ausgerichteten Kompass in die Hand zu geben, da sie die Preisstabilität auf längere Sicht und nicht etwa von Monat zu Monat zu gewährleisten hat. Auch ermöglicht die Inflationsprognose der SNB, mit genügendem zeitlichem Abstand präventive Massnahmen im Interesse der Preisstabilität zu ergreifen. Vorbeugen ist in der Geldpolitik weniger schmerzhaft als heilen!

### ***Die Definition der Preisstabilität***

Das zweite Element unseres geldpolitischen Konzepts ist die Definition dessen, was als Preisstabilität angesehen werden kann. Die Messung der Preisstabilität wirft zahlreiche Probleme hinsichtlich der Statistik und der Definition auf: Sollen die Produzentenpreise, die Konsumentenpreise, die Kerninflation oder die tatsächliche Preisentwicklung berücksichtigt werden? Wie soll den Preisänderungen Rechnung getragen werden, die auf technologische Innovationen zurückzuführen sind, wie soll eine Anhebung der indirekten Steuern behandelt werden? Wir haben uns an die internationale Praxis angelehnt, die vornehmlich die Konsumentenpreise berücksichtigt und einen gewissen Preisanstieg als Folge der Verbesserung der Produktqualität toleriert. Demzufolge verstehen wir unter Preisstabilität einen jährlichen Anstieg des Konsumentenpreisindex zwischen 0 und 2%.

Dabei ist die 2%-Marke kein Ziel. Vielmehr gehen wir davon aus, dass unsere Aufgabe erfüllt ist, wenn die Preissteigerung geringer als 2% ist.

In diesem Zusammenhang möchte ich betonen, dass unser Ziel der Preisstabilität nicht von Monat zu Monat, sondern in der mittleren Frist erreicht werden muss. Wichtig ist also, dass sich die Inflationsrate tendenziell innerhalb eines Bereichs von 0 bis 2% bewegt, wobei temporäre Überschreitungen zulässig sein sollen. Die geldpolitischen Instrumente haben ohnehin nur einen geringen Einfluss auf die unmittelbare Preisentwicklung.

Dieser von der Preisstabilität ausgehende Ansatz lässt uns somit für unsere Einschätzung einen grossen Spielraum. Denn bei unserem Handeln wollen wir uns nicht von kurzfristigen Überlegungen, sondern von den mittelfristigen Entwicklungen leiten lassen. Dies wird uns durch unsere Inflationsprognose ermöglicht.

### ***Der Einsatz des Dreimonats-Libor als operative Variable***

Die konkrete Umsetzung der Geldpolitik erfolgt stets über die Steuerung der Liquidität am Markt. Soll die Geldpolitik restriktiver werden, muss Liquidität abgeschöpft werden; umgekehrt muss bei einer expansiveren Geldpolitik die Liquidität erhöht werden. Jede Zentralbank wählt daher eine operative Grösse, die die Liquiditätsversorgung des Marktes widerspiegelt. Wir haben hierfür den Dreimonats-Libor gewählt, der nach unserer Meinung die Lage am schweizerischen Geldmarkt am besten abbildet. Unsere geldpolitischen Entscheide kommen darin zum Ausdruck, dass wir ein Zielband für den Dreimonats-Libor festlegen. Innerhalb dieses Bandes steuern wir den Dreimonats-Libor mit täglichen Operationen am Franken-Geldmarkt. Unsere Repogeschäfte haben kürzere Laufzeiten (in der Regel eine Woche), der Dreimonatssatz bildet sich somit frei am Interbankenmarkt, je nach effektiver Liquiditätsversorgung und Markterwartungen.

### ***Welche Logik liegt unserem Konzept zugrunde?***

Unser Konzept orientiert sich an den mittelfristigen Preisentwicklungen. Faktoren, die einen Preisanstieg auslösen, können eine realwirtschaftliche (Entwicklung der Produktionslücke) oder eine monetäre Ursache (Liquiditätsüberschuss im Vergleich zur Nachfrage) haben. Sie können durch die Erwartung weiterer Preissteigerungen verstärkt werden. Da die allgemeinen Gleichgewichtsmodelle, die wir für die Erstellung unserer Inflationsprognose verwenden, stets von einer schrittweisen Rückkehr zu einer Lage mit voller Auslastung der Produktionsmittel ausgehen, ist die Inflationsprognose in Zeiten der Expansion typischerweise nach oben gerichtet und müsste in Zeiten einer restriktiven

Geldpolitik nach unten gerichtet sein. Dies ist nicht überraschend; es zeigt uns, dass eine expansive Geldpolitik bei einer Normalisierung der Konjunktur korrigiert werden muss, um eine unkontrollierte Preisentwicklung zu verhindern. Umgekehrt muss eine restriktive Politik bei einer sich verlangsamenden Konjunktur gelockert werden, damit es nicht zu einer Deflation kommt. Einer der Vorzüge der Veröffentlichung einer bedingten Inflationsprognose, wie derjenigen der SNB, besteht darin, dass diese Zusammenhänge völlig transparent dargestellt werden.

### **3. Unsere Erfahrungen seit 2000**

Betrachtet man die Ergebnisse, dann sind unsere Erfahrungen mit dem neuen Konzept positiv: Die Preisstabilität konnte gesichert werden, und nichts deutet darauf hin, dass sie in naher Zukunft gefährdet ist. Was die Ebene der Kommunikation betrifft, so wurden unsere geldpolitischen Entscheidungen im Allgemeinen gut verstanden. Und die Märkte zeigen ein hohes Mass an Vertrauen in unsere Fähigkeit, die künftige Preisentwicklung unter Kontrolle zu halten.

Im Laufe der Zeit hat sich die Art und Weise, wie wir unsere geldpolitischen Entscheide im Rahmen des neuen Konzepts erläutern, allerdings geändert Dies ist die Folge zweier wichtiger internationaler Entwicklungen: Der monetären Integration in Europa und der Globalisierung der Wirtschaftsströme.

#### ***Die monetäre Integration in Europa***

Ende der Neunzigerjahre hatten wir erwartet, dass die Einführung des Euro die Rahmenbedingungen am Markt für Schweizer Franken stark verändern würde. Wir hatten damals befürchtet, der Franken wäre ohne Unterstützung durch die D-Mark als erster spekulativen Anstürmen ausgesetzt, vor allem im Falle einer Dollarkrise.

Unsere tatsächlichen Erfahrungen entsprechen diesen Erwartungen aber keineswegs. Die Einführung des Euro hat die Funktionsweise des Devisenmarktes tatsächlich stark verändert, und die europäische Währung entwickelte sich zu einem Gegengewicht zur amerikanischen Währung. Sinkt das Vertrauen in den Dollar, wertet sich der Euro auf, und umgekehrt. Die "kleinen" Währungen werden von der Spekulation weniger beachtet. So haben wir in den letzten fünf Jahren feststellen können, dass die Volatilität zwischen dem Franken und dem Euro geringer ist als es die Volatilität zwischen dem Franken und der D-Mark war.

Ebenso bewirkte die Einführung des Euro eine grundlegende Veränderung der europäischen Landschaft. Zunächst natürlich dadurch, dass die krisenanfälligen Währungen der Vergangenheit verschwunden sind. Währungskrisen wie noch in den Neunzigerjahren gibt es in Europa nicht mehr; diese Krisen waren für die schweizerische Wirtschaft, vor allem für die Exportwirtschaft, oftmals sehr schmerzhaft.

Das Verschwinden der nationalen Währungen hat aber nicht nur positive Auswirkungen. Zwar herrscht auf dem Kontinent inzwischen Währungsdisziplin, doch stösst die Einhaltung der Haushaltsdisziplin auf wachsende Schwierigkeiten. Die nationalen Regierungen, die aufgrund ihrer früheren Erfahrungen wussten, dass die Finanzmärkte ein Ausufern ihrer gesamtwirtschaftlichen Politik hart bestrafen können, fühlen sich heute von diesem Zwang befreit und sehen Haushaltsdefizite gelassener. Die guten Vorsätze, die beim Abschluss des Stabilitäts- und Wachstumspakts gefasst worden waren, scheinen zum grossen Teil in Vergessenheit geraten zu sein.

Die letzten fünf Jahre haben uns auch gezeigt, dass die Eurozone heterogener ist als man geglaubt hatte. Aufholeffekte liessen die Inflationsrate in den oberen Bereich der Preisstabilität gemäss Definition der Europäischen Zentralbank ansteigen (0-2%, wie in der Schweiz). Trotz der Gemeinschaftswährung drifteten die Inflationsraten und die Konjunkturentwicklung in den einzelnen Staaten stark auseinander. Die Beschlüsse der EZB werden dadurch noch zusätzlich erschwert und lösen in politischen Kreisen starke negative Reaktionen aus.

### ***Die Globalisierung der Wirtschaftsströme***

Die auffallendste Entwicklung der letzten Jahre auf globaler Ebene war der Aufschwung der Schwellenländer Asiens und der Eintritt Chinas in den Kreis der weltweit stärksten Wirtschaftsmächte. Europa konnte hier dank der kräftigen Entwicklung der osteuropäischen Volkswirtschaften mithalten.

Die durch die Entwicklung des Verkehrs- und Kommunikationswesens beflügelte Globalisierung der Märkte ist für die Konsumenten wie für die Produzenten eine Realität. Dabei zögern die Produzenten nicht, einen Teil ihrer Produktion mit Blick auf Kostensenkungen auszulagern. Die Schweiz als ein Land, das traditionsgemäss in starkem Masse auf den Auslandsmärkten etabliert ist, hat es verstanden, diese Entwicklung für sich zu nutzen. So arbeiten heute 1,8 Millionen Menschen bei schweizerischen Unternehmen im Ausland, während in der Schweiz selbst nur 4 Millionen

Arbeitsplätze bestehen. Dazu stimuliert die Öffnung der Märkte für ausländische Produkte den Wettbewerb im Inland, wodurch die Verbraucher in den Genuss von Tiefstpreisen kommen. So ist in der Schweiz der Index der Importgüterpreise (ohne Energieprodukte) in den letzten fünf Jahren um 2,7% zurückgegangen (2000 = 100,12; 2005 = 97,41).

Der Wettbewerbsdruck fand auch bei den Inlandsprodukten statt, deren Verteuerung sich seit 2001 stetig verlangsamt. Eine gewisse Teuerung ist hier nur bei den Subindizes derjenigen Märkte festzustellen, auf denen kaum Wettbewerb stattfindet (administrierte Preise, Wohnungsmarkt). So scheint es, dass die in den letzten Jahren ergriffenen Massnahmen zur Flexibilisierung unserer Wirtschaft durch eine Öffnung für vermehrten Wettbewerb nun allmählich Früchte tragen, und dass das Bild der Schweiz als Hochpreisinsel langsam korrigiert wird.

Die Kehrseite der Medaille dieser dynamischen Weltwirtschaft und vor allem der Aufschwung der energiehungrigen Länder ist die Rohstoffverteuerung. Sie war der Hauptgrund für den Anstieg der Konsumentenpreise in unserem Land in den letzten zwei Jahren. Ohne den kräftigen Ölpreisanstieg würde unsere Inflationsrate *mutatis mutandis* zwischen 0 und 0,5% liegen.

Eine weitere Folge des verstärkten Wettbewerbs ist der mässiger Lohndruck. In zahlreichen Ländern ist die Arbeitslosenquote nach wie vor relativ hoch. Trotz einer verstärkten Flexibilisierung des Arbeitsmarktes sind den Unternehmen Produktivitätsfortschritte wichtiger als Neueinstellungen. Die Kosten erhöhen sich nur mässig; stärkere Kostensteigerungen, wie beispielsweise beim Erdöl, werden eher durch Produktivitätsfortschritte aufgefangen als auf die Verbraucher abgewälzt.

Im Zuge der Globalisierung ist also eine Veränderung der Preisfestsetzungsmechanismen zu beobachten. Durch die Konkurrenz von Produkten aus den Schwellenländern sinken die Importpreise, das rasche Wachstum der Weltwirtschaft bewirkt eine Verteuerung der Rohstoffe, der verstärkte Wettbewerbsdruck beschränkt die Möglichkeit der Unternehmen, den Anstieg ihrer Kosten an die Konsumenten weiterzugeben. Diese strukturellen Veränderungen haben die Rahmenbedingungen für die Geldpolitik verändert.

#### **4. Die Lehren für die Geldpolitik**

Inwieweit beeinflussen die Veränderungen der internationalen Rahmenbedingungen die Umsetzung unseres geldpolitischen Konzepts? Für mich ergeben sich vor allem sechs Lehren:

- a) Erstens hat die Einführung des Euro dazu beigetragen, die Volatilität des Frankens zu verringern. Der Franken reagiert weniger stark auf spekulative Bewegungen als in der Vergangenheit. Dies ist erfreulich für die schweizerische Wirtschaft wie auch für die Nationalbank, die weniger besorgt sein muss, dass ihre geldpolitischen Entscheide unberechenbare Reaktionen des Frankens zur Folge haben. Da der Franken stärker auf seine Fundamentaldaten ausgerichtet ist, kann die SNB ihr geldpolitisches Konzept heute umso überzeugter umsetzen.
- b) Zweitens stellen wir fest, dass die Umsetzung der Geldpolitik in der Eurozone in einem komplexeren und heterogeneren Rahmen stattfindet als in der Schweiz. Einerseits kann die Wirtschaftslage in den einzelnen Staaten stark auseinander driften; andererseits sind die Beschlussmechanismen im 18 Mitglieder umfassenden EZB-Rat schwerfälliger als in unserem dreiköpfigen Direktorium. Ausserdem ist der Verkehr mit der Politik – zwischen der EZB und der Euro-Gruppe – komplexer als in der Schweiz für die SNB. Unter diesen Bedingungen erstaunt es nicht, dass die Europäische Zentralbank ihre Beschlüsse erst fasst, wenn sie ihrer Sache ganz sicher ist, und dass sie auf der Grundlage von Fakten und weniger mit Blick auf künftige Entwicklungen entscheidet. Die Politik der Nationalbank kann im Gegenzug, gestützt auf eine Inflationsprognose, stärker präventiv ausgerichtet sein als die EZB-Politik. So hat die SNB in den letzten fünf Jahren die Zinsen früher und stärker gesenkt als die EZB. Ebenso begann sie 2004 als erste, die Zinsen anzuheben. Abzuwarten, bis die EZB aktiv wird, wäre falsch für uns; wir können – und müssen – unsere Politik mit Blick auf die Bedürfnisse der Schweizer Wirtschaft umsetzen. Diese verschiedenartigen zeitlichen Profile der beiden Geldpolitiken haben keine Bewegungen des Frankenkurses gegenüber dem Euro ausgelöst. Dies zeigt, dass die Märkte sehr wohl verstehen, dass die EZB und die SNB in einem doch etwas unterschiedlichen Umfeld handeln.
- c) Die Entwicklung des europäischen Umfelds zeigt uns auch, dass weiterhin beachtliche potenzielle Risiken vorhanden sind: Die Inflationsrate in der Eurozone ist seit vielen Jahren höher als in der Schweiz; in einigen Ländern geht eine relativ hohe Inflationsrate möglicherweise sogar einher mit einer Immobilienblase. Hinzu kommt, dass sich die Länder der Eurozone mit der Einhaltung der Haushaltsdisziplin schwer tun, was vor allem deshalb bedenklich ist, weil alle Industrieländer aufgrund der Alterung ihrer Bevölkerung mit finanziellen Schwierigkeiten konfrontiert sein werden. All diese Faktoren weisen auf vorhandene Spannungsquellen hin, welche die



europäischen Finanzmärkte in den kommenden Jahren stören und so die in den letzten Jahren beobachtete bemerkenswerte Stabilität des Frankenkurses gegenüber dem Euro beeinträchtigen könnten. Die letzten fünf Jahre der Stabilität dürfen unsere Unternehmen nicht vergessen lassen, dass das Wechselkursrisiko vorhanden ist und dass sie selbst in ruhigen Zeiten geeignete Hedging-Strategien einsetzen müssen.

- d) Ferner stellen wir fest, dass die Globalisierung den Umfang der Preisanpassungen verändert hat. In unserem Preisindex kommt heute nicht so sehr eine grundlegende Steigerungstendenz aller Preise zum Ausdruck; vielmehr spiegelt er Änderungen der relativen Preise wider, die durch strukturelle Anpassungen bewirkt werden. Der Begriff "Inflation" ist deshalb mit Vorsicht zu verwenden. Die heute zu beobachtende Inflation ist das statistische Ergebnis von Preisen, die – mitunter eher zufällig – steigen oder sinken. So war unsere "Inflation" des Jahres 2005 in starkem Masse auf die Ölpreise zurückzuführen. Ohne die Ölpreiserhöhungen wäre der Index der Konsumentenpreise nahezu unverändert geblieben. Sobald der Öleffekt 2006 verschwunden ist, erwarten wir erneut eine Verlangsamung des Indexanstiegs. Aufgrund dieser Situation ist die aktuelle Inflation ein ganz anderes Phänomen als die Inflation der Achtziger- und Neunzigerjahre. Dies beweist auch der Umstand, dass die expansive Politik, die wir nunmehr seit 2001 betreiben, keine erkennbaren Auswirkungen auf die Preisentwicklung hatte.

Diese Überlegungen veranlassen uns, die Ergebnisse unserer Inflationsprognose mit grosser Vorsicht zu interpretieren. Um die Parameter dieser Prognose einzuschätzen, muss man sich zwangsläufig auf die Beobachtung der für die Preisentwicklung in der Vergangenheit relevanten Verhältnisse stützen. Sollten diese nicht mehr unserem gegenwärtigen Umfeld entsprechen, dann besteht die Möglichkeit, dass unsere Modelle den künftigen Inflationsdruck tendenziell überschätzen.

Es kann auch sein, dass die inflationären Tendenzen nicht verschwunden sind, sondern einfach durch die eben erwähnten relativen Preisanpassungen vorübergehend überdeckt werden. Aufgrund des verstärkten Wettbewerbs auf den Gütermärkten und auf dem Arbeitsmarkt würden die Liquiditätsüberschüsse nicht mehr systematisch eine Reaktion der Konsumentenpreise, sondern stattdessen eine Reaktion anderer Preise auslösen. Deshalb ist die Entwicklung der Finanzaktiven und des Immobilienmarktes aufmerksam im Auge zu behalten; beide Märkte entziehen sich weitgehend den strukturellen Anpassungen, die auf dem Gütermarkt stattfinden.

- e) Die heutigen Unsicherheiten über die Natur der Inflation zeigen uns, dass unsere Definition der Preisstabilität – Anstieg des Konsumentenpreisindex von weniger als 2% – besonders angemessen ist. Die Festsetzung eines punktuellen Ziels (zum Beispiel 2%), wie es einige Zentralbanken tun, wäre ein Irrtum. Und es wäre nicht angemessen, die Auswirkungen des verstärkten Güterwettbewerbs auf den Preisindex zu neutralisieren. Dank der Globalisierung kann es sein, dass unsere Inflationsrate dauerhaft unterhalb von 2% bleibt, ohne dass eine Nachfrageschwäche zu beobachten wäre. Die relativ niedrigen Inflationsraten, die wir seit einigen Jahren feststellen können, sind denn auch nicht das Ergebnis einer übertrieben restriktiven Politik in der Vergangenheit und beunruhigen uns daher nicht übermässig.
- f) Die Globalisierung der Gütermärkte hat zu einer Verlangsamung der Teuerung geführt. Durch den allgemeinen Rückgang der Inflation wurde die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken gestärkt und die Erwartungen gefestigt: Heute erwarten die Märkte sowohl tiefere als auch weniger volatile Inflationsraten. Aufgrund dieser Entwicklung ist abzusehen, dass das Gleichgewichtsniveau der nominalen Zinssätze nunmehr niedriger sein könnte, als es in den letzten zehn Jahren war. Auch ist nicht auszuschliessen, dass wir uns in einer Phase tieferer Realzinssätze befinden. Diese Fragestellung ist zwar eher hypothetisch; dennoch müssen wir gegenüber allen Schätzungen des „normalen“ Zinsniveaus sehr kritisch bleiben, denn die Erfahrungen der letzten zwanzig Jahre können uns auf diesem Gebiet kaum als Richtlinie dienen.

## **5. Schlussfolgerungen**

Die hier angestellten Überlegungen zeigen, dass das geldpolitische Konzept, das die Nationalbank seit 2000 anwendet, den aktuellen Rahmenbedingungen durchaus gerecht wird. Die Erstellung einer Inflationsprognose verleiht unserer Politik ein hohes Mass an Transparenz und zwingt uns, präventiv zu handeln, indem wir unseren geldpolitischen Kurs an der künftigen Preisentwicklung ausrichten. Der damals geschaffene Aktionsrahmen ist flexibel genug, um auch unter sich verändernden Bedingungen verwendet zu werden.

Tatsächlich veranlassen uns die Erfahrungen der letzten fünf Jahre sowie der Strukturwandel, der durch die Schaffung eines einheitlichen Währungsgebiets in Europa und durch die Globalisierung der Märkte ausgelöst wurde, etwas anders vorzugehen, als wir es Ende der Neunzigerjahre vorsahen. Als Folge der Einführung einer Einheitswährung in unseren Nachbarländern besitzt der Franken ein weniger markantes Profil auf den

Finanzmärkten, ohne dass er deshalb seine Identität verloren hätte. Dadurch hat sich der politische Spielraum der Nationalbank vergrößert. Die Globalisierung hat den Wettbewerb verstärkt und dem Preisauftrieb entgegengewirkt. Die tiefen Inflationsraten, die wir seit vielen Jahren erleben, liegen zweifellos unter denen, die wir in den vergangenen Jahrzehnten als "normal" angesehen hatten. Da unsere Inflationsrate niedriger ist als in den Nachbarländern und da der Franken relativ stabil geblieben ist, haben sich die Preisunterschiede zwischen der Schweiz und dem Ausland zum Teil verringert. Die geringe Inflation der Gegenwart ist nicht das Ergebnis einer globalen Nachfrageschwäche. Wir befinden uns in einer Phase, in der eine deutlich unter 2% liegende Inflation kein Grund zur Besorgnis ist.

Einige Vorstellungen, die wir Ende der Neunzigerjahre hatten, müssen daher revidiert werden. Diese Revisionen verlangen aber keine Änderung unseres aktuellen geldpolitischen Konzepts. Vor allem die Ausrichtung an den mittelfristigen Preisentwicklungen ist nach wie vor der Schlüssel unserer Strategie. Allerdings verlangen das veränderte internationale Umfeld und der Strukturwandel jetzt eine andere Gewichtung der Risiken und Unsicherheiten.

Einmal mehr wird der Beweis erbracht, dass Geldpolitik ebenso eine Kunst wie eine Wissenschaft ist!