

Internationale Konjunkturaussichten und zentrale Herausforderungen der Geldpolitik

Philipp M. Hildebrand

Mitglied des Direktoriums

Schweizerische Nationalbank

Geldmarkt-Apéro

23. März 2006 (Korrigierte Fassung vom 27.03.2006, S. 4)

Begrüssung

Ich begrüsse Sie herzlich zum fünften Geldmarkt-Apéro der SNB. Ich möchte es nicht unterlassen, die Bedeutung dieses Anlasses zu unterstreichen. Es ist für die Notenbank eines international führenden Finanzplatzes aus vielen Gründen wichtig, mit der Finanzgemeinde in einem kontinuierlichen Dialog zu stehen. Nicht zuletzt wird dadurch die Umsetzung der Geldpolitik erleichtert. Mit dem heutigen schon beinahe zur Tradition gewordenen Anlass versucht die SNB einen aktiven Beitrag dazu zu leisten.

Geldpolitischer Entscheid

Wie sie wissen haben wir vor einer Woche unser Zielband für den 3-Monats-Franken-Libor um 25 Basispunkte erhöht. Dieser Entscheid hat wohl die wenigsten unter Ihnen überrascht. Überraschungen sollten auch nicht zum Standard-Instrumentarium einer Notenbank zählen, da ansonsten ihr wesentlichstes Asset, die Glaubwürdigkeit gegenüber den Finanzmärkten und der Öffentlichkeit, mit der Zeit unweigerlich unterminiert würde.

Die wirtschaftliche Entwicklung entspricht grundsätzlich den Erwartungen der Nationalbank. Wir rechnen in der Schweiz weiterhin mit einem breit abgestützten Wirtschaftswachstum von gut 2% für das laufende Jahr. Die Inflation dürfte moderat bleiben. Wir erwarten im Jahresdurchschnitt eine Inflationsrate von rund 1%. Auch nach der Anhebung des Zielbandes für den 3-Monats-Franken-Libor um 25 Basispunkte unterstützt die Nationalbank den Aufschwung. Verläuft die wirtschaftliche Entwicklung weiterhin wie erwartet, wird die Nationalbank die Anpassung ihres geldpolitischen Kurses graduell weiterführen damit die Preisstabilität in der mittleren Frist gewährleistet bleibt (Grafik 1).

In meinem heutigen Referat werde ich zuerst einen Blick auf die internationale und auf die schweizerische Konjunktur werfen. Danach werde ich mich drei aus heutiger Sicht zentralen geldpolitischen Herausforderungen zuwenden.

Globaler Konjunkturausblick

Das globale wirtschaftliche Umfeld ist trotz hohen Ölpreisen ausserordentlich robust. Nachdem die Weltwirtschaft im Jahr 2004 die höchste Wachstumsrate der letzten 25 Jahre verzeichnet hatte (Grafik 2), schwächte sich das Wachstum im 2005 leicht ab. Es lag mit 4.3% aber immer noch knapp einen Prozentpunkt über dem Durchschnitt der Periode. Am stärksten war das Wachstum mit 6.1% in den Schwellenländern,

insbesondere in China. In den entwickelten Ländern war die Konjunktur durch asynchrone Wachstumszyklen und grosse regionale Unterschiede charakterisiert. Trotz dem Sturm Katrina und dem Anstieg der Ölpreise blieb das Wachstum in den USA robust. Auch weiter wachsende Ungleichgewichte und erste Anzeichen einer Verlangsamung des US-Immobilienmarktes hinderten die USA nicht daran, weiterhin ihre Rolle als Konjunkturlokomotive wahrzunehmen. Die japanische Wirtschaft belebte sich deutlich, wobei diese Erholung nun auch von inländischem Privatkonsum und Investitionen getragen wird und damit solider zu sein scheint. Auch in Europa mehrten sich nach einem schwachen ersten Halbjahr 2005 die Zeichen einer breitabgestützten Erholung. Die starke Exporttätigkeit, begünstigt durch den schwächeren Euro, zog eine deutliche Zunahme der Investitionen nach sich.

Auch in diesem Jahr sollte das wirtschaftliche Umfeld günstig bleiben. Im September 2005 erwartete der IWF für 2006 ein überdurchschnittliches globales Wachstum von 4.3%. Die seither publizierten Konjunkturdaten weisen gar auf ein höheres Wachstumstempo hin. So wurden die Konsensprognosen für Japan und die Eurozone nach oben revidiert (Grafik 3). In Amerika sollte das Wachstum im Verlaufe des Jahres zum Potenzialwachstum zurückkehren. Der US-Immobilienmarkt dürfte sich weiter abschwächen. Dabei besteht die berechtigte Hoffnung, dass sich diese Abschwächung wie in Grossbritannien, Australien und den Niederlanden in gemächlichem Tempo vollzieht. Es bleibt abzuwarten, inwieweit diese Abschwächung des konsumgetriebenen Aufschwungs durch einen stärkeren Arbeitsmarkt aufgefangen respektive durch verstärkte Investitionen abgelöst wird. In Europa sollte sich die Wirtschaft weiter erholen, so dass sich das Wachstum der entwickelten Länder insgesamt etwas beschleunigen und weniger asynchron sein wird. In China verspricht der neue 5-Jahres-Plan für die zweite Hälfte der Dekade neue Investitionen und weiteres Wachstum, nicht zuletzt um die wachsende Urbanisierung zu bewältigen. Japan scheint den Weg aus der Deflation nun auch gefunden zu haben und dürfte weiterhin ein ansprechendes Wachstum verzeichnen. All dies würde bedeuten, dass die Welt zwischen 2004 und 2006 die Drei-Jahres-Periode mit dem höchsten Wirtschaftswachstum der letzten 30 Jahre erlebt haben wird.

Für die tatsächliche Realisierung dieser erfreulichen Konjunkturprognosen scheinen mir zwei Voraussetzungen besonders wichtig.

Erstens ist es wichtig, dass die Impulse aus dem Welthandel andauern. Seit den neunziger Jahren hat sich die Weltwirtschaft jedes Jahr stärker geöffnet, so dass das Verhältnis von Exporten zum BIP von unter 20% auf knapp 30% angestiegen ist (Grafik 4).

Von dieser Entwicklung haben letztlich alle profitiert, auch wenn sich daraus für gewisse Wirtschaftssektoren und manchmal ganze Länder schwierige Anpassungsprozesse ergeben. Die Gefahr einer potenziellen Kehrtwende in diesem wirtschaftlichen Öffnungsprozess aufgrund von politisch motiviertem Protektionismus ist in letzter Zeit bedauerlicherweise immer augenfälliger geworden.

Zweitens ist es wichtig, dass die Unternehmen Vertrauen in die Zukunft haben und haben können. Ihre Gewinne und Cash Flows befinden sich zurzeit wieder auf einem hohen Niveau, nachdem sie im Abschwung zu Beginn des Jahrtausends erfolgreich restrukturiert haben und nun die Früchte ihrer Anstrengungen ernten können. Die verstärkte Globalisierung hat auch zu einer Multiplizierung dieser Früchte geführt, wie Sie dies hier am Beispiel der US-Unternehmensgewinne ersehen können (Grafik 5). Für den Verlauf der europäischen Unternehmensgewinne ist ein ähnlicher Verlauf zu erwarten. Da hier aber die Selbständigeneinkommen nicht separat ausgewiesen werden, sind die Werte nicht vergleichbar.

Nur wenn die Unternehmen optimistisch in die Zukunft blicken können, werden diese Gewinne für Investitionen in Menschen und Maschinen verwendet. Das Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen im 4. Quartal 2005 war in den wichtigsten westlichen Wirtschaftsgebieten bereits erfreulich stark. Es gilt, aufmerksam zu bleiben und die heimischen Rahmenbedingungen für solche Investitionen im positiven Sinn weiter nachhaltig zu stärken.

Konjunktur Schweiz

Als kleine offene Volkswirtschaft mit einem Exportanteil von über 45% ist es nicht erstaunlich, dass die gute Auslandskonjunktur auch in der Schweiz ihre Spuren hinterlassen hat. Besonders wichtig in dieser Hinsicht war die Belebung in der Eurozone, die 53% unserer Exporte absorbiert. Der Konjunkturverlauf ist in der Schweiz sehr ähnlich wie in der Eurozone. In den letzten Jahren lag aber das Trendwachstum in der Schweiz wie auch in Deutschland etwas tiefer als in der gesamten Eurozone. Erfreulicherweise zeigte sich die Schweiz im Jahr 2005 dynamischer. Das Wachstum erreichte hierzulande 1.9% gegenüber 1.4% in der Eurozone (Grafik 6). Die stärkere Wachstumsrate im Vergleich zur Eurozone ist auf den ersten Blick bemerkenswert, nicht zuletzt weil dies seit Bestehen der Eurozone das erste Mal der Fall war. Im bilateralen Vergleich mit Deutschland ist ein stärkeres Jahreswachstum der Schweizer Volkswirtschaft hingegen nicht derart unüblich. Seit 1980 war dies immerhin zwölf Mal der Fall.

Seit dem Frühling 2005 ist die schweizerische Konjunktur wieder auf Erholungskurs. Die Quartalsergebnisse der BIP-Statistiken sind zwar volatil ausgefallen und wurden stark revidiert. Einige Grundtendenzen sind jedoch feststellbar. Erstens sind die Impulse zuerst vom Exportsektor und der Bautätigkeit auf den Privatkonsum übergesprungen (Grafik 7). Die Konsumentenstimmung hat sich im Januar weiter verbessert. Daraus lässt sich schliessen, dass der langsame, aber graduelle Rückgang der saisonbereinigten Arbeitslosigkeit und der Anstieg der Reallöhne sich im 2006 in einem stärkeren Konsum widerspiegeln werden. Zweitens gibt es in der Schweiz wie auch im Ausland Anzeichen, dass dank hervorragender Finanzergebnisse und optimistischer Zukunftsperspektiven die Unternehmen vermehrt investieren. So wuchsen die Ausrüstungsinvestitionen im 4. Quartal 2005 um 5.6% gegenüber der Vorperiode, was auch die letzte KOF-Umfrage bei über 6'800 Unternehmen bestätigte: Rund die Hälfte der Unternehmen planen im laufenden Jahr höhere Investitionen, während etwa ein Fünftel ihre Investitionstätigkeit reduzieren wollen.

Insgesamt ist die Schweizer Konjunktur zunehmend breit abgestützt. Für das laufende Jahr rechnen wir mit einem Wachstum von gut 2%. Die freien Kapazitäten dürften sich langsam zurückbilden. Es ist nicht auszuschliessen, dass sich die Produktionslücke sogar bereits geschlossen hat. Dies sollte sich auch in einer tieferen Arbeitslosigkeit widerspiegeln. An der unmittelbaren Teuerungsfront ist die Lage trotz hohen Ölpreisen vorteilhaft. Der Konsumentenpreisindex steigt um leicht über 1% an, die Kernteuerung liegt deutlich darunter. Es ist allerdings festzustellen, dass der Rückgang der Kern- und der Inlandteuerung in den letzten Monaten zum Stillstand gekommen ist.

Herausforderungen für die Geldpolitik

Lassen Sie mich nach diesem kurzen konjunkturellen Ausblick zum zweiten Teil meines Referates übergehen.

Geldpolitik, meine Damen und Herren, bewegt sich in einem von der jeweiligen konjunkturellen Lage geprägten Umfeld mit dem Ziel, die Preisstabilität mittelfristig zu gewährleisten. Dieses konjunkturelle Umfeld ist zwangsläufig mit mehr oder weniger grossen Risiken behaftet. In diesem Sinne sind Geldpolitiker Risikomanager, die zwar ihr Handeln auf ein Basisszenario ausrichten, die dabei aber immer eine Reihe von Risiken im Auge behalten müssen.

In Pressegesprächen, Interviews und öffentlichen Auftritten haben meine Kollegen und ich immer wieder auf die wichtigsten Risiken gegenüber unserem Basisszenario hingewiesen.

Dabei stehen seit einiger Zeit abrupte Wechselkursveränderungen im Rahmen der globalen Ungleichgewichte, ein plötzlicher und signifikanter Anstieg der weltweit nach wie vor relativ tiefen langfristigen Zinsen sowie ein weiterer dramatischer Anstieg der Rohstoffpreise im Vordergrund. Dazu kommt nun bedauerlicherweise das kaum quantifizierbare Risiko einer für die Menschheit gefährlichen Mutation des Vogelgrippevirus H5N1 hinzu.

In meinen heutigen Ausführungen werde ich ausnahmsweise nur indirekt auf diese Risiken eingehen. Vielmehr möchte ich im Rahmen der aktuellen weltwirtschaftlichen Lage drei aus meiner Sicht grundsätzliche Herausforderungen für die Geldpolitik skizzenhaft thematisieren.

Globalisierung und Inflation

Beginnen wir mit einer einfachen Feststellung: Die globale Inflation ist ausserordentlich tief (Grafik 8). Diese Tatsache gilt nicht nur für die industrialisierten Länder, sondern auch für praktisch alle Entwicklungsländer. Diese konnten ihre Inflationsrate von über 100% im Jahr 1992 auf unter 6% im 2005 senken. Auch die ärmsten afrikanischen Länder haben in den letzten Jahren ihre Inflationsraten sowohl im Niveau als auch in ihrer Schwankung massiv reduziert.

Mit Blick auf die 70er-Jahre ist der Trend zu globaler Preisstabilität ein bemerkenswertes Phänomen (Grafik 9). Interessanterweise stellt man bei einer sehr langfristigen Betrachtung der Inflationsraten aber fest, dass Preisstabilität wohl eher die Norm und Inflation die Ausnahme war. Langfristig gesehen wurde Inflation vor allem durch Kriegsfinanzierungen verursacht.

Nun, was sind die Faktoren, die zu dieser Phase der "Great Moderation" geführt haben? Sie werden es mir nicht übel nehmen, dass ich mit der Feststellung beginne, dass Notenbanken eine wichtige Rolle gespielt haben. Mit Unabhängigkeit ausgestattet und von ausgewiesenen Experten geführt, ist es ihnen gelungen, ein Umfeld von Preisstabilität herzustellen und sowohl die Öffentlichkeit wie die Finanzmärkte davon zu überzeugen, dass wiederaufkommende inflationäre Tendenzen von den monetären Behörden bekämpft werden würden.

Bei allem Verdienst profitierten die Notenbanken in den letzten Jahren aber auch von günstigen Rahmenbedingungen. Die seit Ende der achtziger Jahre stetig zunehmende Globalisierung der Finanz- und Produktemärkte, gekoppelt mit revolutionären technologischen Entwicklungen, haben stark preisdämpfend gewirkt. Die Erfindung und

Verbreitung des Internets und der Beitritt Chinas zur Welthandelsorganisation WTO im Jahre 2001 können dabei sowohl als symbolische wie auch als reale Marksteine gelten. Die Dramatik eines solchen Integrationsschrittes wird evident, wenn man bedenkt, dass China bei einer niedrigen Erwerbsquote von 57% über rund 780 Millionen Arbeitskräfte verfügt. Ein grosser Anteil davon ist immer noch in der Landwirtschaft und in Staatsbetrieben beschäftigt und wird sich vermehrt auf dem freien Arbeitsmarkt bewegen müssen. Weltweit ist die Anzahl Arbeitskräfte während der letzten Dekade um rund 440 Millionen auf 2.8 Milliarden gestiegen.

Auf der anderen Seite hatte die verstärkte Globalisierung der letzten zwanzig Jahre aber nicht nur preisdämpfende Konsequenzen. So sind Rohstoffe, in denen neu in die Weltwirtschaft integrierte Staaten wie China und Indien Netto-Nachfrager sind, im Sog der starken Wachstumsdynamik der letzten Jahre markant im Preis gestiegen (Grafik 10). Ein Rückgang einzelner Rohstoffpreise ist zurzeit wohl nicht so sehr ein Zeichen nachlassender Nachfragedynamik als vielmehr Ausdruck davon, dass das jeweilige Angebot bei gestiegenen Preiserwartungen ebenfalls zunimmt.

Eine Abwägung dieser beiden gegenläufigen, von der Globalisierung geprägten Preisdynamiken wird auch in den nächsten Jahren eine der zentralen Herausforderungen der Geldpolitik sein. Aus heutiger Sicht dürfen wir feststellen, dass die disinflationären Globalisierungsimpulse noch im Vordergrund stehen. Dies wird bei einer genaueren Betrachtung der Preisdynamik in der Schweiz deutlich (Grafik 11). Die disinflationären Impulse, die entweder direkt über die importierten Produkte oder indirekt über verstärkten Wettbewerb in die Schweiz gelangen, überwiegen die teilweise relativ hohen Inflationsraten bei importierten Rohstoffen weiterhin.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass wir dank der Globalisierung in einer neuen Welt leben, die sich letztlich dadurch auszeichnet, dass der Produktionsstandortwettbewerb und der Absatzwettbewerb heute immer stärker global ausgerichtet sind. Je offener die Wirtschaftsstrukturen eines Landes sind, desto stärker wirken die Kräfte dieser neuen Welt.

Diese neue Welt wird aber nicht auf ewig disinflationäre Impulse generieren. Erstens wird es in der langen Frist auch in Ländern wie China und Indien zu Lohnerhöhungen und Engpässen bei anderen Faktoren kommen, die dazu führen werden, dass sich die Produktionskosten in der Tendenz gegenüber jenen in den industrialisierten Länder anpassen werden. Zweitens ist immer deutlicher erkennbar, dass der Globalisierungsprozess die Gefahr mit sich bringt, dass er in den industrialisierten Ländern

protektionistische Reaktionen auslöst. Wenn es uns in den entwickelten Ländern nicht gelingt, dem Protektionismus zu widerstehen, dann werden auch die disinflationären Globalisierungsimpulse abnehmen. In diesem Szenario wäre die geldpolitische Konsequenz dann die, dass sich diese neue Welt eben letztlich als doch nicht so neu präsentieren würde.

Geldpolitik und Liquidität

Die zweite geldpolitische Herausforderung stellt sich im Umfeld von Geldpolitik und Liquidität. Gehen wir einmal davon aus, dass der Protektionismus nicht überhand nimmt und sich die Produktionskosten in den Entwicklungsländern nur sehr graduell dem Niveau in den entwickelten Ländern anpassen. Unter dieser Annahme werden wir weiterhin in den Genuss disinflationärer Globalisierungsimpulse kommen. Diese Impulse verändern auch die geldpolitischen Rahmenbedingungen. Geldpolitik kann temporär expansiver bleiben, ohne damit die mittelfristige Preisstabilität im Sinne der Konsumentenpreis-inflation zu gefährden.

Tatsächlich ist die globale Geldpolitik seit Ende der neunziger Jahre sehr expansiv (Grafik 12). In den OECD-Ländern steigt die reale Geldmenge seit 1998 mit einem jährlichen Durchschnitt von knapp 3%. In den zehn Jahren zuvor betrug diese Wachstumsrate nur 0.2%. Wenn man als Massstab die Preise und nicht die Geldmenge nimmt, kommt man zu einer ähnlichen Feststellung. Auch die kurzfristigen Realzinsen der G7-Länder verharren seit der Jahrtausendwende auf einem sehr tiefen Niveau. In der Schweiz haben wir sogar die längste Phase negativer Realzinsen seit den siebziger Jahren hinter uns. Hier dürfen wir nicht vergessen, dass der in den letzten Jahren in Gang gekommene geldpolitische Straffungsprozess bezüglich Realzinsen noch nicht viel geändert hat.

Zahlreiche Ökonomen sehen in diesem lockereren Zusammenhang zwischen Liquidität und Inflation die direkte Konsequenz der Globalisierung und der Liberalisierung an den Finanz- und Gütermärkten. Ihre These kann so zusammengefasst werden: Auf der einen Seite wird der Anstieg der Konsumgüterinflation durch erhöhten Wettbewerb und Produktivitätsfortschritte begrenzt. Auf der anderen Seite nährt die hohe Liquidität die Preisinflation der Finanzaktiven und der Immobilien. Dadurch wird die Prozyklizität des Finanzsystems gestärkt, was das Risiko von Finanzkrisen erhöht. Deshalb sollten ihrer Meinung nach die Zentralbanken nicht nur die Preisstabilität gewährleisten, sondern auch aktiv versuchen, Preise von Aktiva zu stabilisieren.

Ich selber teile die Einschätzung vieler Notenbanker, dass mit der Globalisierung und der Liberalisierung der Finanzmärkte die Bedeutung des Vermögenskanals in der Geldpolitik ceteris paribus zugenommen hat. Ebenso erachte ich als selbstverständlich, dass die Zentralbanken die Entwicklung der Vermögenspreise beobachten sollten. Daraus aber den Schluss zu ziehen, dass wir proaktiv allfällige spekulative Blasen zum Platzen bringen sollten, ist gefährlich. Wesentliche Gründe sprechen gegen eine solche Schlussfolgerung: Erstens ist es für Zentralbanken a priori nicht einfacher als für den Markt, solche Blasen in Echtzeit zu erkennen. Zweitens ist die Geldpolitik kein geeignetes Instrument, um chirurgische Eingriffe gegen spekulative Blasen in einzelnen Märkten vorzunehmen. Ihre Wirkungsweise ist dazu sowohl sachlich wie auch zeitlich zu unscharf. Auch wäre der reduzierte Einfluss einer einzelnen Zentralbank – möglicherweise mit Ausnahme der Fed - vor dem Hintergrund globaler Vermögensmärkte zu bedenken. Letztlich hätte die systematische Steuerung der Vermögenspreise durch die Zentralbanken aber vor allem einen unerwünschten Anreizeffekt: Die Märkte würden mit der Intervention der Zentralbanken rechnen und sich entsprechend weniger vorsichtig verhalten.

Das geldpolitische Konzept der SNB, das darauf abzielt, in der mittleren Frist Preisstabilität aufrechtzuerhalten, eignet sich meiner Meinung nach sehr gut, um mit dieser komplexen Ausgangslage zu Recht zu kommen. Einerseits wollen wir die Preise von Aktiva weder stabilisieren noch direkt steuern, sondern generell die Inflation mittelfristig unter 2% halten. Wir reagieren also nicht systematisch auf Aktienkurse oder Preise von Immobilien, sondern verwenden unsere Inflationsprognose als Hauptindikator für die geldpolitischen Entscheidungen. Andererseits gehören die Preise von Aktiva zum Set unserer Informationsvariablen, die wir für die Einschätzung der Wirtschaftssituation regelmässig analysieren. In bestimmten Fällen könnten wir dabei zum Schluss kommen, dass beispielsweise eine Zinsanpassung auch ohne unmittelbare Inflationsgefahr Sinn macht. Wir reagieren daher nie mechanistisch auf unsere Inflationsprognose. Unser Konzept erlaubt es auch, eine längerfristige Optik einzunehmen, wenn wir überzeugt sind, damit möglichen Verzerrungen auf den Finanzmärkten vorzubeugen. Dabei macht es keinen Sinn, einfach den Horizont der Inflationsprognose zu verlängern. Die mit einer langfristigen Inflationsprognose verbundenen Unsicherheiten sind aus heutiger Sicht schlichtweg zu gross. Vielmehr bedarf es einer umfassenden Abwägung der verschiedenen Risiken. Für die Einschätzung dieser Risiken sind die Erkenntnisse aus der Analyse der Geld- und Kreditaggregate sehr hilfreich. Unser Konzept bietet in diesem Sinne gegenüber dem reinen "inflation targeting" eine höhere Flexibilität.

Der geldpolitische Pfad zur Neutralität

Ich komme nun zur aus meiner Sicht dritten geldpolitischen Herausforderung. Wie sie wissen, haben wir im Juni 2004 mit der Normalisierung unserer Geldpolitik begonnen, nachdem wir über eine längere Zeit eine Beinahe-Null-Zins Politik geführt hatten. Zwischen Dezember 2004 und September 2005 unterbrachen wir die Normalisierung temporär und haben sie im Dezember 2005 wieder aufgenommen. Der Begriff der Normalisierung impliziert, dass wir den Zinssatz ausgehend von einem für ein Gleichgewicht zu tiefes Niveau auf ein normales oder so genanntes neutrales Niveau anpassen wollen.

Was versteht man nun genau unter diesem so genannten neutralen Zinssatz? Grob gesprochen entspricht der neutrale Zinssatz dem Zinsniveau, bei dem die Geldpolitik weder stimulierend noch bremsend auf die Wirtschaft wirkt. Wenn die Wirtschaft im Gleichgewicht ist und keine neuen Störungen auftreten, bleibt bei diesem Zinssatz die Inflation konstant. Üblicherweise wird der Begriff des neutralen Zinssatzes auf den durch die Zentralbank kontrollierten kurzfristigen Geldmarktsatz bezogen.

Obwohl der neutrale Zinssatz als theoretisches Konstrukt ausreichend klar definiert ist, kann man ihn nicht beobachten und somit in der Praxis auch nicht mit Präzision bestimmen. Das Niveau des neutralen Zinssatzes hängt von vielen Faktoren ab. Diese Faktoren und deren Einfluss auf den neutralen Zinssatz können sich über die Zeit verändern. Der neutrale Zinssatz ist also keine Konstante. Für die Zentralbanken gilt es daher, sich permanent zu überlegen, in welchem Bereich der neutrale Zinssatz im Moment am ehesten liegt und wo er in der Zukunft liegen mag. Als Folge dieser Unsicherheit und der ständigen Veränderung sind die Zentralbanken im Allgemeinen - aus meiner Sicht richtigerweise - sehr zurückhaltend bei Äusserungen über das Niveau des neutralen Zinssatzes.

Genau aus diesen Gründen werde ich Ihnen daher heute ebenfalls keine präzisen Angaben zum Niveau des neutralen Zins in der Schweiz geben. Das Thema ist aber in letzter Zeit sehr intensiv diskutiert worden. Wie viele von ihnen wissen, haben verschiedene Beobachter die Vermutung aufgestellt, dass das Niveau des neutralen Zinssatzes heute tiefer liege als früher. Die Basis dieser Vermutungen bildet das aussergewöhnlich tiefe Niveau der langfristigen Zinsen. Lassen Sie mich deshalb in der Folge einige grundsätzliche Gedanken über den neutralen Zinssatz machen:

Wie erwähnt ist der neutrale Zinssatz keine Konstante. Die Verwendung eines langjährigen Durchschnittswertes für die Bestimmung des neutralen Zinsniveaus ist daher gefährlich. Die Vergangenheit muss in Bezug auf den neutralen Zinssatz nicht unbedingt der beste Indikator sein. Vielmehr muss der Bestimmung des neutralen Zinssatzes auch eine Analyse der Zukunft zugrunde liegen.

Dabei ist zu beachten, dass die Wirtschaft letztlich durch die Höhe des realen und nicht des nominalen Zinssatzes beeinflusst wird. Bei einer durchschnittlich tieferen Inflationsrate muss somit auch der neutrale Nominalzins tiefer sein als bei einer durchschnittlich höheren Teuerung. Dank einem markanten Disinflationsprozess haben wir heute in der Schweiz eine Teuerung von rund 1%. Dies ist deutlich tiefer als der Durchschnitt seit 1975 mit rund 2.5%. Der nominelle Zinssatz kann daher allein aufgrund der tieferen Inflation unter dem langjährigen Durchschnitt liegen.

Es gibt aber auch eine andere Betrachtungsweise. Das potenzielle Wirtschaftswachstum ist ein wichtiger Einflussfaktor auf den neutralen Zinssatz. In der Tendenz ist langfristig ein höheres Wirtschaftswachstum auch mit einem höheren neutralen Zins verbunden. Bei einem höheren Potenzialwachstum ist die Rendite des Kapitals höher. Wenn die Geldpolitik den Zins nicht anpasst, bleibt die Kreditaufnahme günstiger als der Ertrag auf dem investierten Kapital und die Güternachfrage wird mit der Zeit stimuliert. Sollte sich das Potenzialwachstum in der Schweiz im Zuge des zunehmenden globalen Wettbewerbs und der strukturellen Reformen tendenziell wieder erhöhen, würde dies für die Zukunft eher für einen höheren neutralen Zinssatz sprechen.

Allerdings können grössere strukturelle Anpassungen wie die Revolution im IT-Bereich oder die Globalisierung das Produktionspotenzial in kurzer Zeit massiv erhöhen, ohne dass sich bereits eine vergleichbare Güternachfrage gebildet hat. Die Produktionslücke öffnet sich dann temporär, ohne dass die Produktion oder das Wachstum zurückgehen. In einer solchen Anpassungsphase, die gut und gerne über mehrere Jahre gehen kann, bleibt der Inflationsdruck auch bei expansiver Geldpolitik tief. Obwohl die Geldpolitik nicht neutral wirkt, kann sie über eine längere Zeit mit relativ tiefen Zinsen auskommen. Oft werden solche Phasen als Beweis dafür genommen, dass der neutrale Zinssatz gesunken ist. Dies stimmt aber nicht unbedingt. Vielmehr erlaubt dieses Umfeld eine über eine längere Zeit expansive Geldpolitik zu führen, ohne die Preisstabilität zu gefährden.

Verschiedentlich wurde auch argumentiert, dass die erfolgte Erodierung der Fristigkeits- und Risikoprämien bei den längerfristigen Kapitalanlagen ein Zeichen für einen tieferen neutralen Zinssatz sei. Die Zusammenhänge sind hier allerdings nicht ganz so klar. Zwar

können tiefere Fristigkeitsprämien ein Zeichen von tieferen Inflationserwartungen in der langen Frist sein, so dass die erwarteten Realzinsen unverändert bleiben. In diesem Fall wäre der neutrale Nominalzins tatsächlich tiefer. Wenn aber die Fristigkeits- und Risikoprämien aus anderen Gründen geschrumpft sind, dann führen sie zu längerfristig tieferen realen Kreditkosten für Unternehmen und Haushalte. Dies kann wiederum stimulierend auf die Wirtschaft wirken und die Geldpolitik müsste die Leitzinsen anheben um eine Korrektur herbeizuführen. In diesem Fall würde der neutrale Zinssatz ansteigen.

Nun, Sie sehen, dass es in der Realität schwierig ist, den neutralen Zinssatz exakt zu bestimmen. Zentralbanken versuchen normalerweise, sich an den neutralen Zins heranzutasten, ohne im Voraus zu wissen, wo er genau liegt. Letztlich beobachten sie sehr sorgfältig, wie sich die reale Wirtschaft und die Inflationsdynamik im Rahmen eines Zinsnormalisierungsprozesses entwickelt. Alan Greenspan hat in diesem Sinne einmal gesagt: Wir wissen, wo der neutrale Zinssatz ist, wenn wir dort angelangt sind.

Für die Schweiz bedeutet dies, dass wir die graduelle Normalisierung unserer Geldpolitik fortsetzen. Die Geschwindigkeit und das Ausmass dieser Normalisierung werden von der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung abhängig sein. Tatsache ist, dass wir aus heutiger Sicht dank einer günstigen Inflationsentwicklung und nach wie vor gut verankerten Inflationserwartungen in der Lage sind, eine vorsichtige Annäherung des Zinssatzes in Richtung Neutralität vorzunehmen.

Schlussfolgerungen

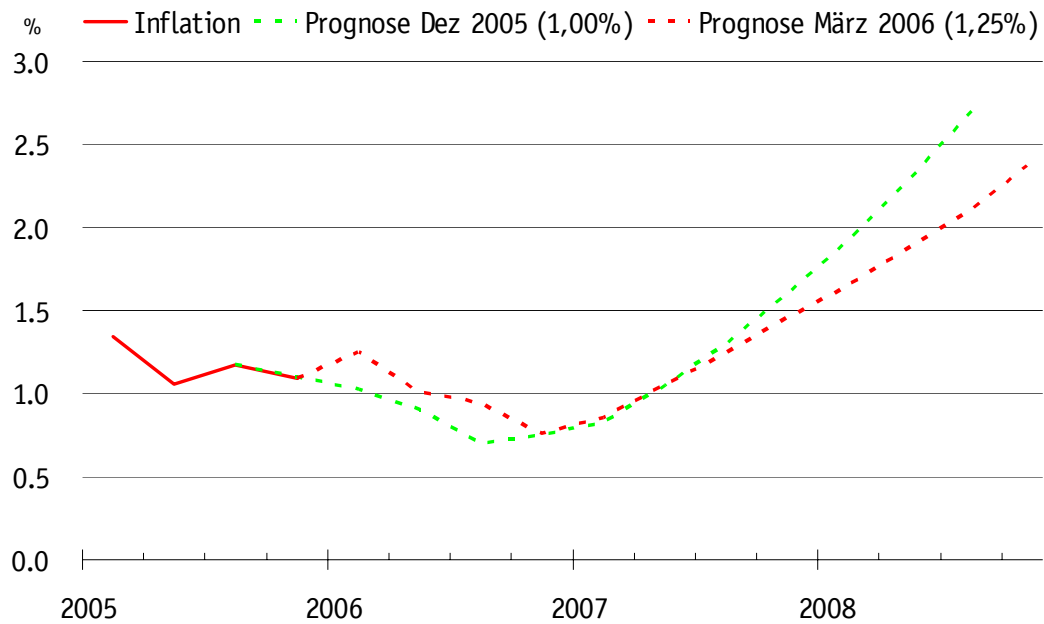
Mit meinen heutigen Äusserungen habe ich versucht, Ihnen nicht nur einen Einblick in unsere Einschätzung der aktuellen konjunkturellen Lage zu geben, sondern Ihnen auch einige aus meiner Sicht grundsätzliche Herausforderungen der Geldpolitik in einer sich rasch globalisierenden Weltwirtschaft mindestens skizzenhaft etwas näher zu bringen. Unsicherheit, meine Damen und Herren, ist und bleibt mehr denn je das prägende Merkmal der Geldpolitik. Unsere Aufgabe ist es, in diesem von Unsicherheit geprägten Umfeld das für uns alle so wertvolle Erbe der mittelfristigen Preisstabilität zu bewahren.

Anhang

Grafik 1

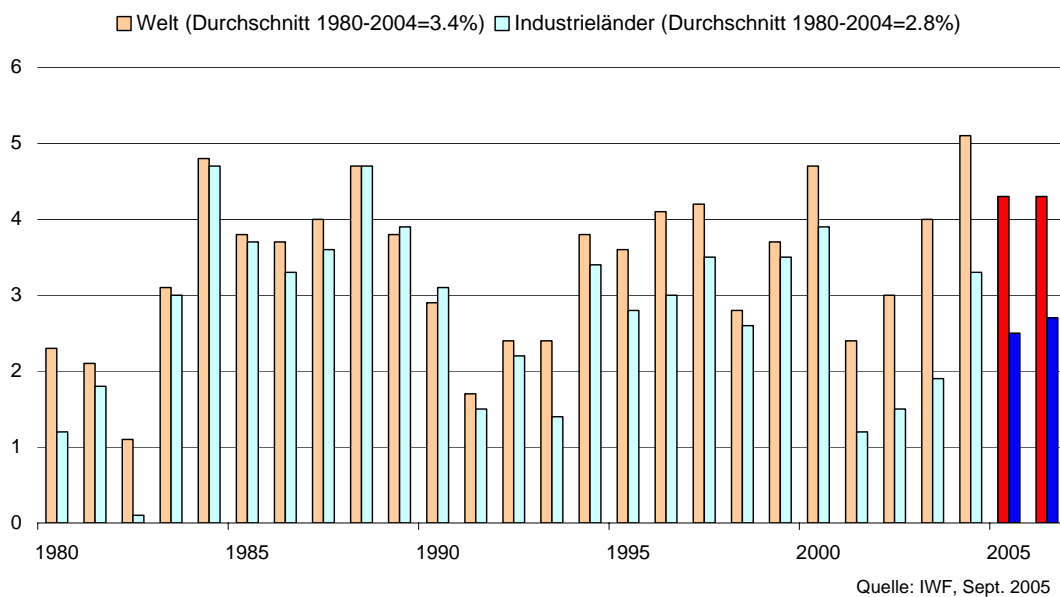
Inflationsprognose März 2006

Veränderung KPI gegenüber Vorjahr

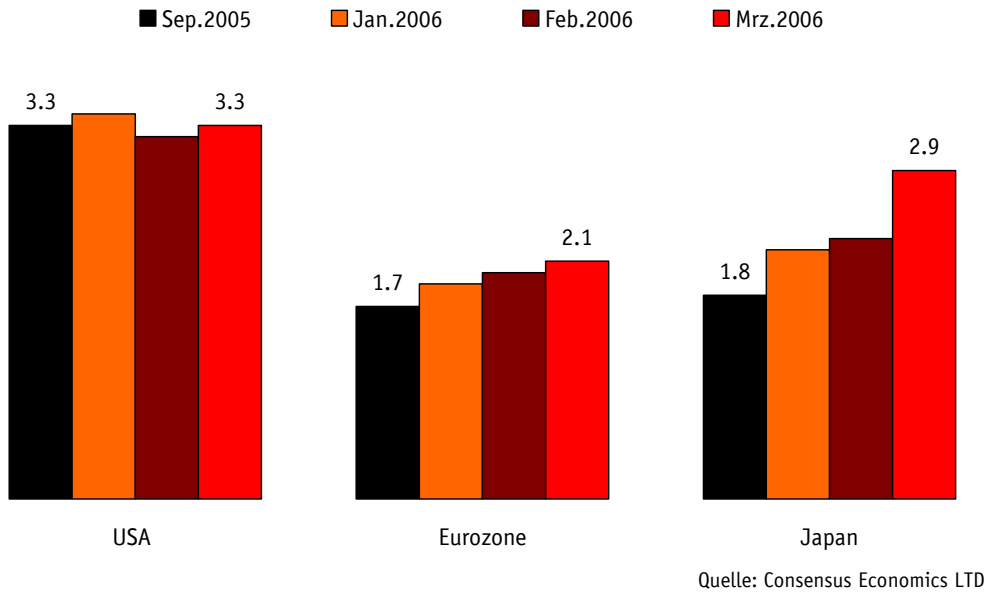


Grafik 2

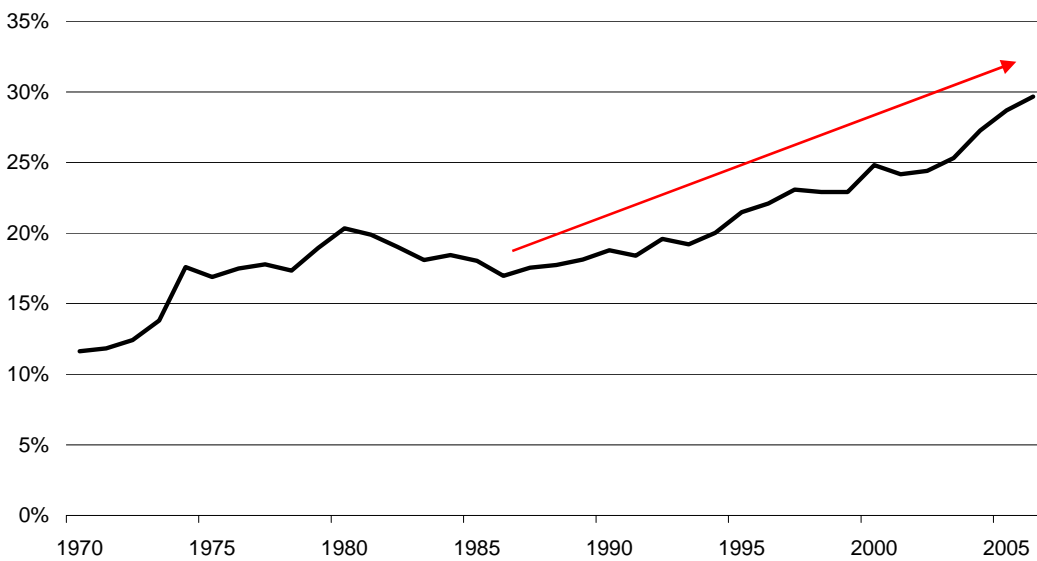
BIP-Entwicklung



Grafik 3
Konsensprognosen 2006

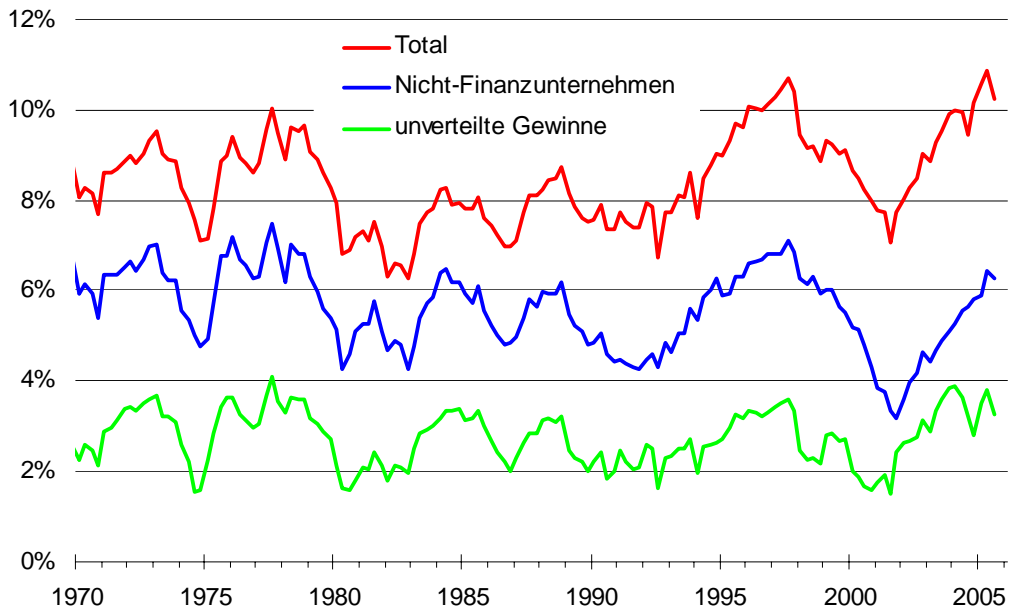


Grafik 4
Globales Export/BIP - Verhältnis



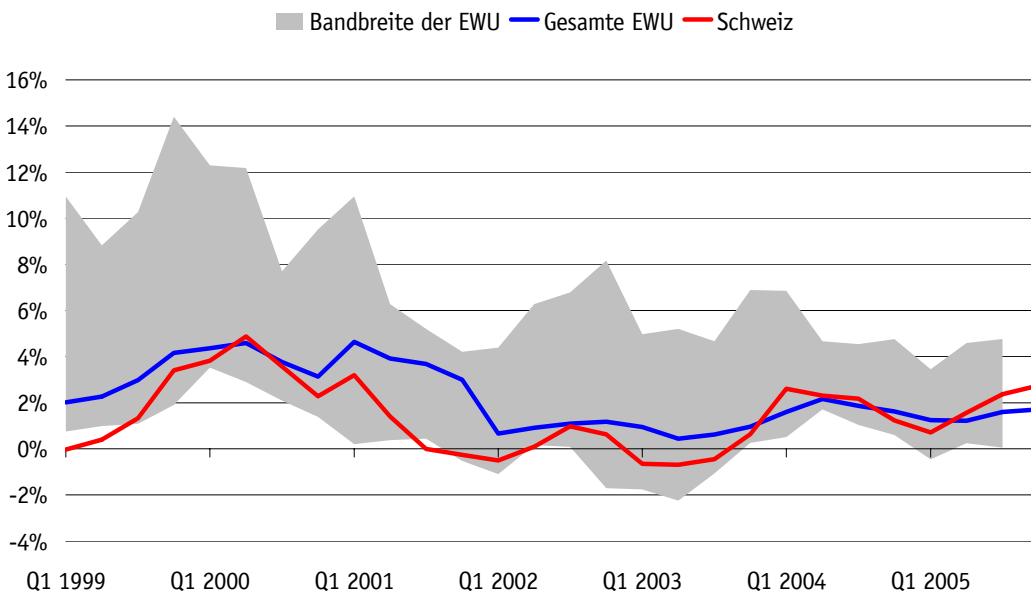
Grafik 5

US - Unternehmensgewinne in % des nominellen BIP (inkl. IVA&Ccadj, sa)



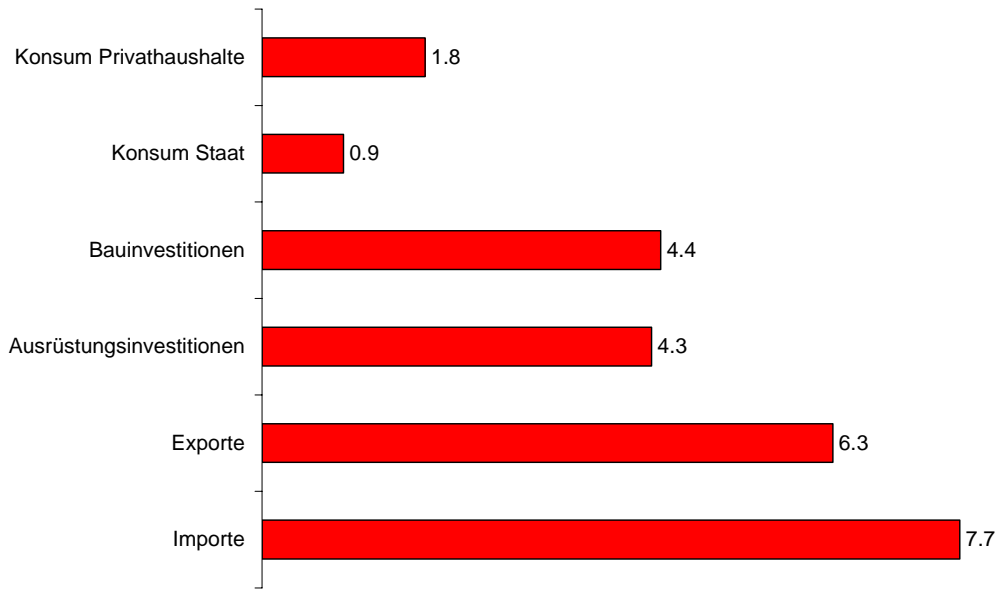
Grafik 6

BIP Wachstum (YoY) EWWU – CH



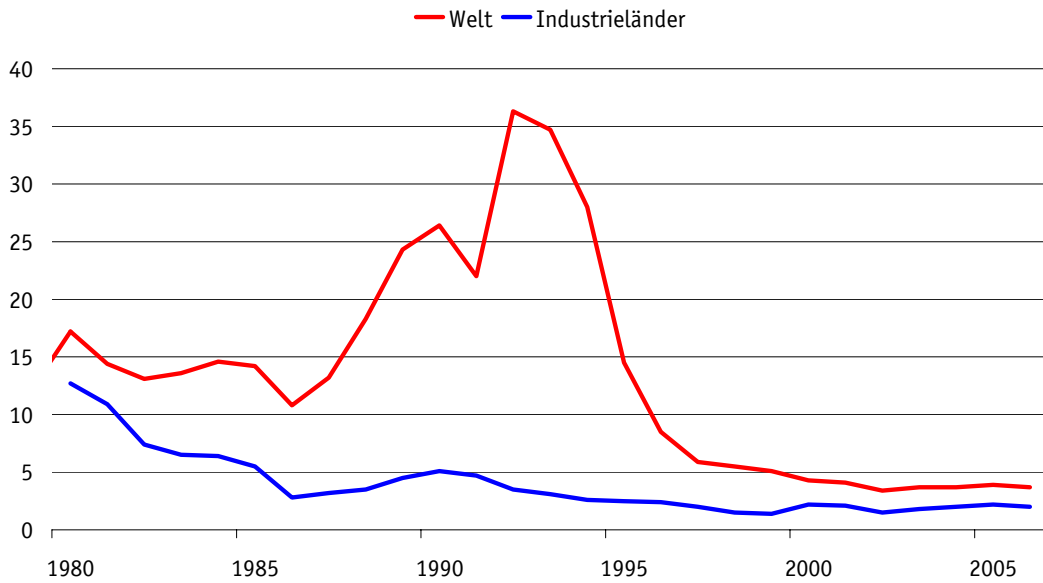
Grafik 7

BIP Schweiz: Wachstum der Komponente YoY (4. Quartal 2005)

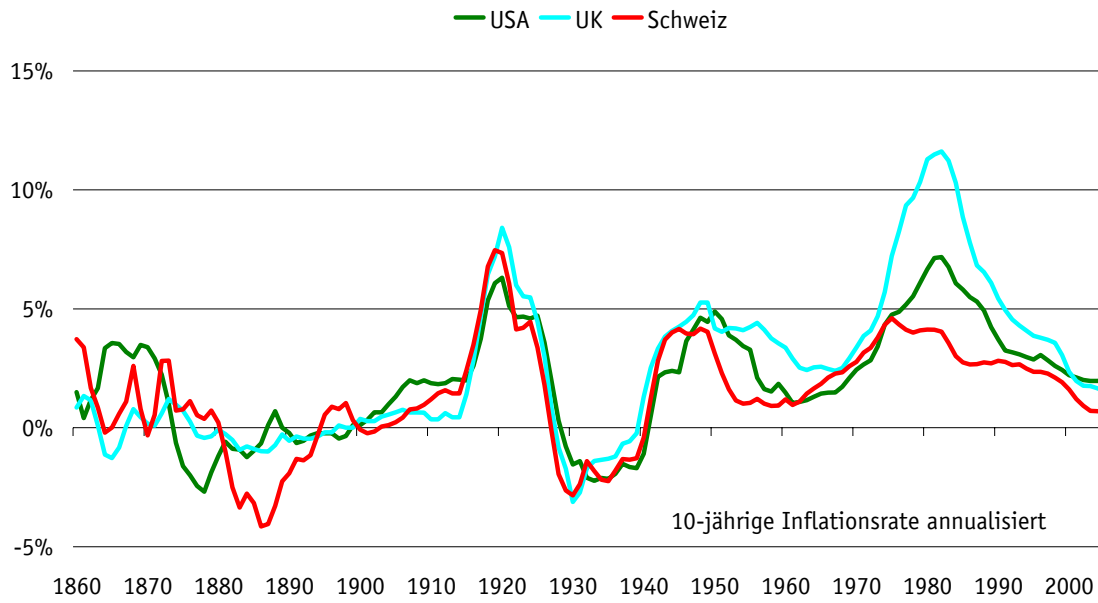


Grafik 8

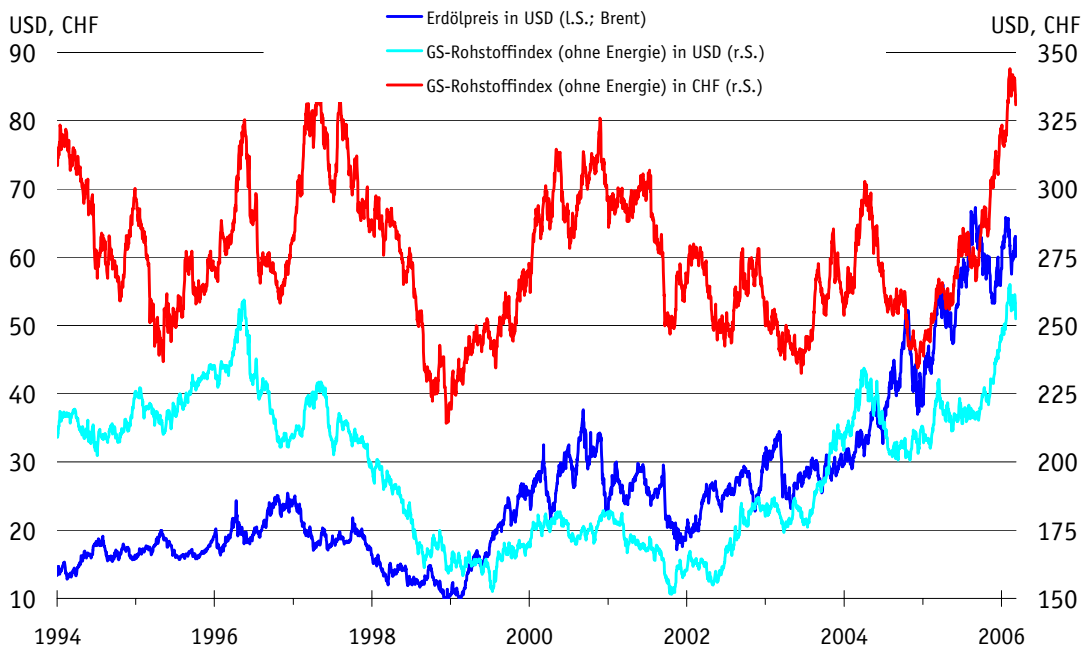
Inflationsentwicklung seit 1980



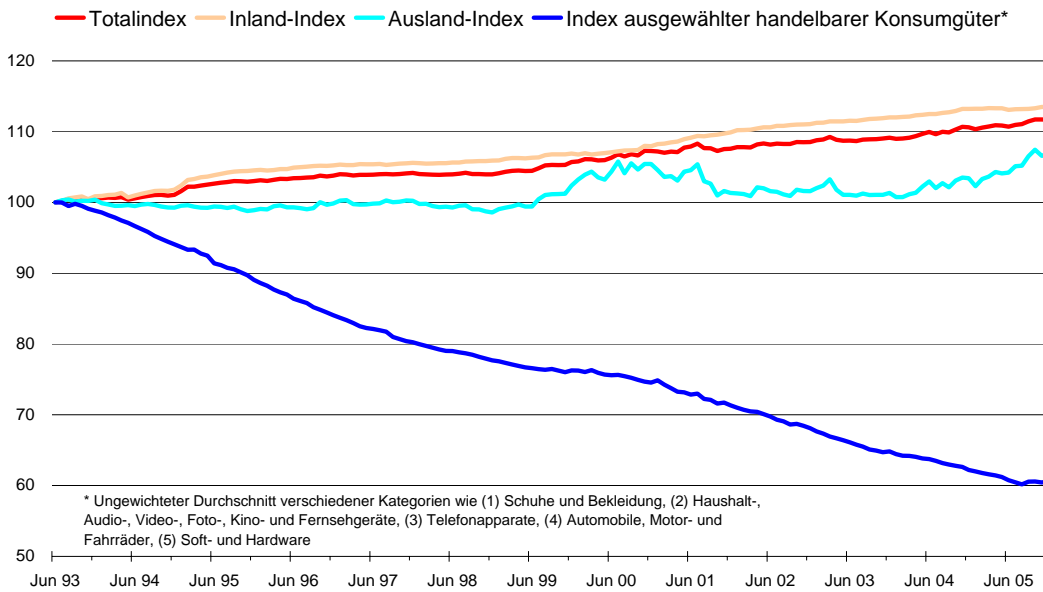
Grafik 9
Langfristiger Inflationstrend



Grafik 10
Rohstoffpreise



Grafik 11
CH-Konsumentenpreisindex



Grafik 12
Globale Liquidität

