

# **Aktuelle geldpolitische Herausforderungen für die Schweizerische Nationalbank\***

Thomas J. Jordan  
Stellvertretendes Mitglied des Direktoriums  
Schweizerische Nationalbank

Kurzfassung Referat Geldmarkt-Apéro 22. März 2007

---

\* Der Referent dankt Rita Kobel Rohr und Dr. Marlene Amstad von der Organisationseinheit Finanzmarktanalyse der Schweizerischen Nationalbank, Zürich, für ihre Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Vortrages.

## 1. Konjunkturlage und Inflationsaussichten

Die Schweizerische Nationalbank hat am 15. März 2007 das Zielband für den Dreimonats-Libor um 0,25 Prozentpunkte auf 1,75%-2,75% angehoben. Dieser Entscheid erfolgte vor dem Hintergrund einer nach wie vor günstig einzuschätzenden Konjunkturentwicklung im In- und Ausland sowie einer über die Zeit leicht ansteigenden Inflationsprognose.

Für die amerikanische Wirtschaft erwartet die Nationalbank weiterhin ein "soft landing". Trotz einer Abschwächung im Häusermarkt dürfte das Wachstum in den USA im Verlauf dieses Jahres wieder gegen das Potenzial ansteigen. In Europa wird sich die Konjunktur weiter positiv entwickeln. Nach einem bis anhin stark exportgetriebenen Aufschwung mehren sich die Anzeichen eines sich zunehmend selbst tragenden Wirtschaftswachstums. Besonders dynamisch verläuft die Wirtschaftsentwicklung in Asien. Insgesamt dürfte 2007 das Wachstum der Weltwirtschaft nur leicht tiefer als im Vorjahr ausfallen.

Die jüngsten Ereignisse an den Finanzmärkten veranschaulichen, dass die Einschätzung über die zukünftige internationale Konjunkturentwicklung immer mit Unsicherheiten behaftet ist. So besteht etwa das Risiko von abrupten Veränderungen bei den Wechselkursen sowie eines erneuten Anstiegs der Erdölpreise. Beeinträchtigt würden die weltwirtschaftlichen Perspektiven auch durch einen zunehmenden Protektionismus. Schliesslich ist das Risiko eines "hard landing" in den USA im Falle einer deutlich negativen Entwicklung im Häuser- und Hypothekarmarkt zu nennen.

Die Schweizer Wirtschaft ist zurzeit in einer starken Verfassung. Dank ihrer Wettbewerbsfähigkeit und ihres Branchenmix konnte sie am Weltwirtschaftsaufschwung 2006 voll partizipieren. Die Nationalbank rechnet auch im laufenden Jahr mit einem ausgewogenen und breit abgestützten Wachstum. Allerdings dürfte der Zuwachs des Bruttoinlandprodukts 2007 mit rund 2% etwas tiefer ausfallen als im Vorjahr. Die Schweizer Wirtschaft wächst aber immer noch über ihrem Potenzial.

Das hohe Expansionstempo der Schweizer Wirtschaft in den vergangenen Quartalen hat sich auf die Auslastung der technischen und personellen Kapazitäten ausgewirkt. So lag die technische Auslastung in der Industrie Ende 2006 deutlich über ihrem langjährigen Durchschnittswert. Gleichzeitig nahm die Beschäftigung stark zu.

Trotz der hohen Wachstumsdynamik und starken Auslastung der Kapazitäten ist die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Teuerung niedrig. Im laufenden Jahr dämpfen Basiseffekte bei den Energiepreisen den Anstieg des LIK. Aber auch unter

Ausklammerung der Energiepreise erwartet die Nationalbank in der kurzen Frist eine tiefe Teuerung.

Die Nationalbank muss jedoch vorausschauend handeln, um die Preisstabilität auch mittelfristig gewährleisten zu können. Geldpolitische Massnahmen wirken nämlich nur mit einer Verzögerung. Als Hauptindikator für die Geldpolitik verwendet die Nationalbank daher eine mittel- bis langfristige Inflationsprognose. Verläuft die Konjunktorentwicklung wie erwartet und würden die Zinsen auf dem heutigen Niveau belassen, rechnet die Nationalbank mit einem Anstieg der Inflation auf 1,75% für Ende 2009. Bei dieser aktuellen Prognose ist der Zinsentscheid vom 15. März bereits berücksichtigt.

## **2. Aktuelle geldpolitische Herausforderungen**

Strukturelle Änderungen erschweren im Moment die Bestimmung von zentralen Gleichgewichtswerten in der schweizerischen Wirtschaft. Die Unsicherheit über diese Gleichgewichte stellt eine geldpolitische Herausforderung für die Nationalbank dar. Kenntnisse über diese Gleichgewichte sind für die Einschätzung des neutralen Zinssatzes, d.h. das Zinsniveau, bei dem die Geldpolitik die Wirtschaftsaktivität weder stimuliert noch bremst und die Inflation im Zaun hält, sehr wichtig. Auf drei Aspekte wird hier speziell eingegangen: Die Öffnung des Arbeitsmarkts macht es schwierig zu bestimmen, ab welchem Auslastungsgrad Lohndruck in der Schweiz entsteht. Reformen und Öffnung der schweizerischen Wirtschaft erschweren die Einschätzung der Höhe des Potenzialwachstums. Es ist daher heikel abzuschätzen, ab wann die Outputlücke positiv wird und sich eine Überhitzung anbahnt. Strukturelle Veränderungen können aber auch dazu führen, dass der reale Wechselkurs des Frankens einem neuen Trend folgt. Dies erschwert die Einschätzung der Inflationsgefahr als Folge der Abschwächung des Frankens gegenüber dem Euro.

### **2.1. Bestimmung des Gleichgewichts am Arbeitsmarkt**

Die günstige Konjunktorentwicklung ist erfreulicherweise nicht spurlos am Arbeitsmarkt vorbei gegangen. Die Arbeitsmarktlage ist so gut wie seit Jahren nicht mehr. Die Beschäftigung stieg ab 2005 an; im Jahr 2006 nahm sie sehr stark zu. Auffällig dabei ist der kräftige Zuwachs der aus dem Ausland zugewanderten Erwerbstätigen parallel zum beschleunigten Wirtschaftswachstum seit Ende 2005. Die Zuwanderung von ausländischen Erwerbstätigen war aber bereits 2003 und 2004 relativ hoch, als das Schweizer Wirtschaftswachstum noch moderat war. In vergleichbaren Phasen war früher jeweils eine sinkende Zuwanderung von ausländischen Erwerbstätigen zu beobachten.

Insgesamt scheint das Arbeitsangebot elastischer geworden zu sein. Dies dürfte zu einem grossen Teil auf die Öffnung des Schweizer Arbeitsmarkts im Juni 2002 im Rahmen der Personenfreizügigkeit mit der EU-15 zurückzuführen sein. Bis heute war denn auch trotz anhaltend erfreulicher Konjunkturlage kein allgemein erhöhter Lohndruck zu beobachten.

Bei der Öffnung des schweizerischen Arbeitsmarkts dürfte es sich um eine strukturelle Veränderung handeln, die zu einem neuen Gleichgewicht führt. Lohndruck könnte in Zukunft bei einem höheren Beschäftigungs- und Wirtschaftswachstum auftreten als in der Vergangenheit. Die Öffnung des Arbeitsmarkts wird aber kaum dazu führen, dass gar keine Engpässe mehr entstehen können und Lohndruck in der Schweiz überhaupt kein Thema mehr wäre. Entscheidend wird sein herauszufinden, wo die kritische Schwelle im neuen Umfeld liegt – ab wann, mit anderen Worten, Lohndruck entsteht. Als Hüterin der Preisstabilität muss die Nationalbank daher genau beobachten, ob das Arbeitsangebot ausreichend flexibel auf eine zusätzliche Nachfrage nach Arbeitskräften reagiert. Ist dies nicht der Fall, besteht die Gefahr einer übermässigen Lohnentwicklung. Gerade in stark wachsenden Sektoren und bei der Nachfrage nach hoch qualifizierten Arbeitskräften könnten Anspannungen schon bald auftreten. Dabei ist zu beachten, dass ein Lohnanstieg solange unproblematisch ist, als er auf einem Produktivitätszuwachs begründet ist.

## **2.2. Bestimmung des Potenzialwachstums**

Die Bestimmung des Potenzialwachstums ist für die Geldpolitik sehr wichtig. Um einschätzen zu können, ob in einer Volkswirtschaft Überhitzungsrisiken bestehen, wird das tatsächlich erzielte Wirtschaftswachstum in Beziehung gesetzt mit dem maximal möglichen Wachstum in dieser Volkswirtschaft, mit dem Potenzialwachstum. Mit Hilfe des Potenzialwachstums wird auch die Produktionslücke geschätzt.

Das Potenzialwachstum wird durch das Arbeitsangebot, die Produktivität sowie den Kapitaleinsatz bestimmt. Die Öffnung des Schweizer Arbeitsmarkts erhöht das Arbeitsangebot. Dies trägt möglicherweise nicht nur direkt über die erhöhte Anzahl verfügbarer Arbeitnehmer, sondern auch indirekt über eine erhöhte Qualifikation der Arbeitnehmer zu einem Anstieg des Potenzialwachstums der Schweizer Wirtschaft bei. Die attraktiven Verhältnisse in der Schweiz führen zu einer Zuwanderung von gut qualifizierten Personen aus dem EU-Raum. Dies sollte sich auch auf die Produktivität auswirken. Produktivitätssteigernd wirken zudem die vermehrten Investitionen der hiesigen Unternehmen in neue und effiziente Technologien. Schliesslich lässt die starke Auslastung der technischen Kapazitäten einen kräftigen Anstieg der Investitionstätigkeit und somit des Kapitaleinsatzes in nächster Zukunft erwarten.

Strukturelle Änderungen führen auch dazu, dass nationale Ressourcenrestriktionen wegen der erhöhten Mobilität der Faktoren als limitierende Grösse für die inländische Produktion tendenziell an Bedeutung verloren haben. So hat die nationale Produktionslücke gegenüber der globalen Produktionslücke an Bedeutung verloren. Im gegenwärtigen Zeitalter der Globalisierung, geprägt durch eine intensive internationale Arbeitsteilung und den Gütertausch innerhalb von Unternehmen aber auch zwischen Drittunternehmen, führt eine starke Kapazitätsauslastung im Inland nicht automatisch oder später zu einer höheren Teuerung, als dies früher der Fall gewesen war.

Alle drei Bestimmungsfaktoren des Produktionspotenzials sind somit im Wandel. Für die Nationalbank gilt es, das Potenzialwachstum und dessen Bedeutung für die Inflationsdynamik in diesem sich verändernden Umfeld richtig zu schätzen.

### ***2.3. Bestimmung des Trends für den realen Wechselkurs***

Der Franken folgte lange Zeit einem Aufwertungstrend gegenüber den Hauptwährungen. In den letzten Jahren verliert er jedoch gegenüber dem Euro an Wert. Dieser Wertverlust erfolgte trotz eines kräftigen Wirtschaftswachstums in der Schweiz, eines gestiegenen Ertragsbilanzüberschusses sowie einer im Vergleich zur Euro-Zone günstigeren Inflationsentwicklung. Gegenüber dem US-Dollar und dem Yen wertete sich der Franken jedoch weiterhin tendenziell auf. Aufgrund der grossen Bedeutung der Euro-Länder als Handelspartner der Schweiz wertet sich der exportgewichtete reale Wechselkurs des Frankens aber insgesamt ab.

Für die Geldpolitik gilt es abzuschätzen, ob möglicherweise strukturelle Veränderungen in der Wirtschaft den langfristigen Aufwertungstrend des Frankens insbesondere gegenüber dem Euro gebrochen haben. Viele der Bestimmungsfaktoren eines Aufwertungs- bzw. Abwertungstrends einer Währung sind langfristiger Natur. Dementsprechend ist das Erkennen einer Trendänderung beim Wechselkurs komplex und mit grosser Unsicherheit behaftet. Für den Fall, dass nicht eine Veränderung fundamentaler Faktoren für den Wertverlust des Frankens gegenüber dem Euro verantwortlich sein sollte, birgt die jüngere Entwicklung des Frankens einige Risiken. So werden die Inflationsaussichten durch den Wechselkurs direkt über die Preise importierter Güter und indirekt über die Stimulierung der Konjunktur beeinflusst. Bisher ist aber kaum eine nennenswerte Auswirkung auf die Teuerung feststellbar. Dies stellt aber noch keine Garantie dar, dass die Abschwächung des Frankens sich nicht später auf die Inflation auswirkt.

Nebst der Gefahr eines Wechselkurs-induzierten Inflationspotenzials könnte ein schwacher Franken auch noch folgende Probleme verursachen: Sollte die Wechselkurs-

Entwicklung nicht den Fundamentaldaten entsprechen, sind erstens abrupte und kräftige Aufwertungen des Frankens nicht auszuschliessen. Zweitens könnte es zu Fehlallokationen von Ressourcen kommen. So etwa, wenn im Vertrauen auf einen vermeintlich anhaltend tiefen Frankenkurs Restrukturierungen nicht durchgeführt und/oder Investitionen in Produktionsanlagen getätigt werden, die bei einem stärkeren Franken nicht mehr rentabel wären.

### **3. Fazit**

Die Schweizer Wirtschaft dürfte auch 2007 stärker wachsen als ihr Potenzial. Die von der Nationalbank prognostizierte Inflation steigt unter der Annahme einer unveränderten Geldpolitik über die Zeit weiterhin trendartig an. Dies deutet darauf hin, dass das gegenwärtige Zinsniveau in der Schweiz noch nicht neutral ist. Aus heutiger Sicht ist die Normalisierung der Geldpolitik der Nationalbank noch nicht abgeschlossen. Die Abflachung der neuen Inflationsprognose im Vergleich zu früheren Prognosen lässt aber vermuten, dass der geldpolitische Handlungsbedarf kleiner geworden ist. Die Einschätzung dieses Handlungsbedarfs ist zurzeit mit grösseren Unsicherheiten behaftet. Neben den Unsicherheiten über die internationale Konjunktur gibt es Unsicherheiten als Folge von strukturellen Änderungen in der schweizerischen Wirtschaft.

Das Niveau des neutralen Zinses ist über die Zeit variabel und kann kaum je exakt bestimmt werden. In einem Umfeld mit strukturellen Änderungen ist aber die Einschätzung des neutralen Zinses besonders schwierig. Die hohe Unsicherheiten über die Inflationsaussichten und die strukturellen Änderungen in der Schweizer Wirtschaft verlangen eine erhöhte Wachsamkeit und Flexibilität der Nationalbank. Dabei geht es darum, weder Wachstumschancen abzuwürgen noch Inflationsrisiken einzugehen. Diese Situation spricht für ein graduelles Vorgehen in der Geldpolitik. Die günstige Konjunkturlage und die niedrige Teuerung in der Schweiz erlauben es der Nationalbank, sich an den neutralen Zins heranzutasten.

# Aktuelle geldpolitische Herausforderungen für die Schweizerische Nationalbank

Thomas J. Jordan

Schweizerische Nationalbank

22. März 2007  
Geldmarkt-Apéro

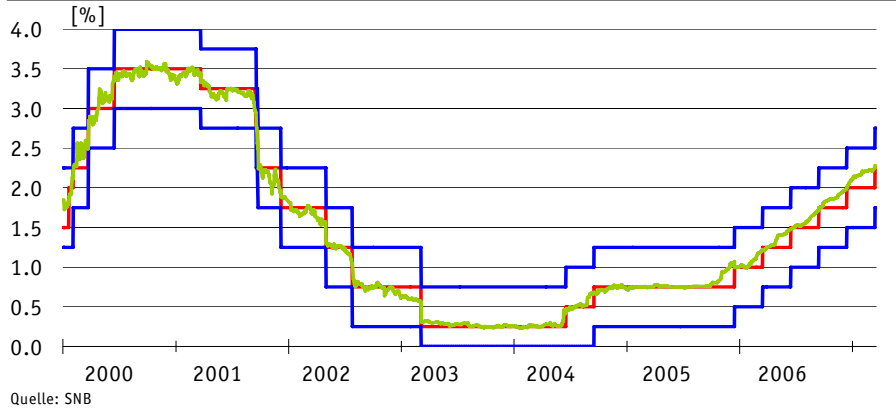
## Übersicht

- ◆ Konjunkturlage und Inflationsaussichten
- ◆ Geldpolitische Herausforderungen

## Zinsentscheid vom 15. März 2007: +25 BP

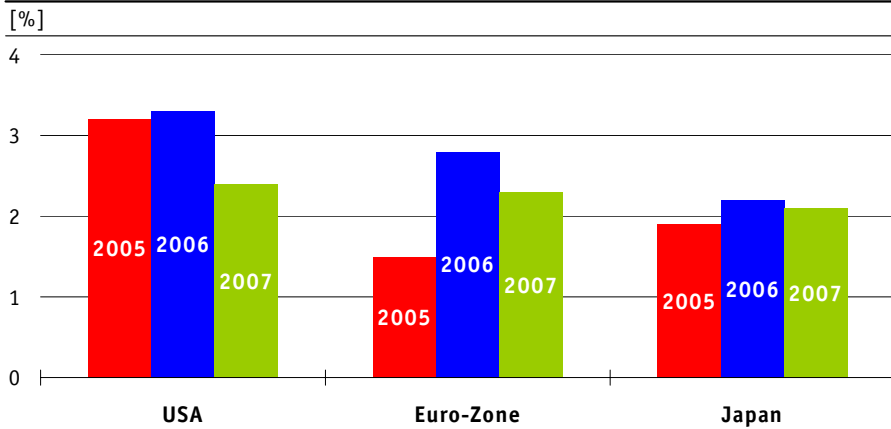
### Zielband für den Dreimonats-Libor

— SNB Target — Zielband — Dreimonats-Libor



## Positive globale Wirtschaftsaussichten

### Konsens-Prognose: Realer BIP-Zuwachs





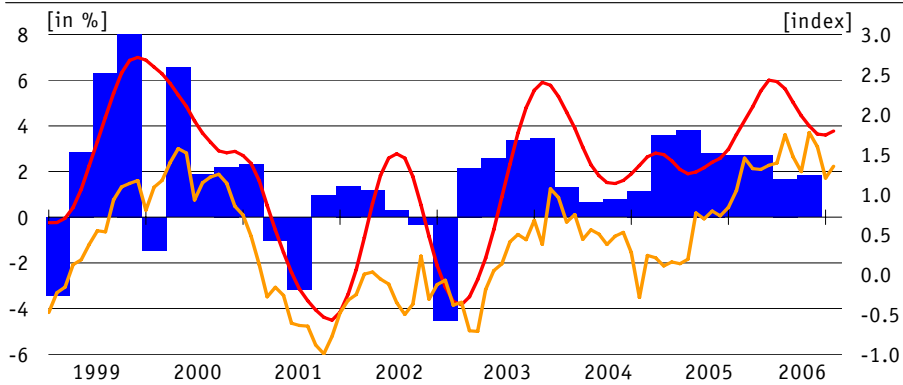
## Weltwirtschaftliche Risiken

- ◆ US Häusermarkt und „subprimes“ Hypotheken
- ◆ Abrupte Wechselkursveränderungen
- ◆ Erdölpreisentwicklung
- ◆ Verstärkter Protektionismus

## Schweizer Wirtschaftswachstum über Potenzial

### BIP Schweiz, Gleich- und Vorlaufindikatoren

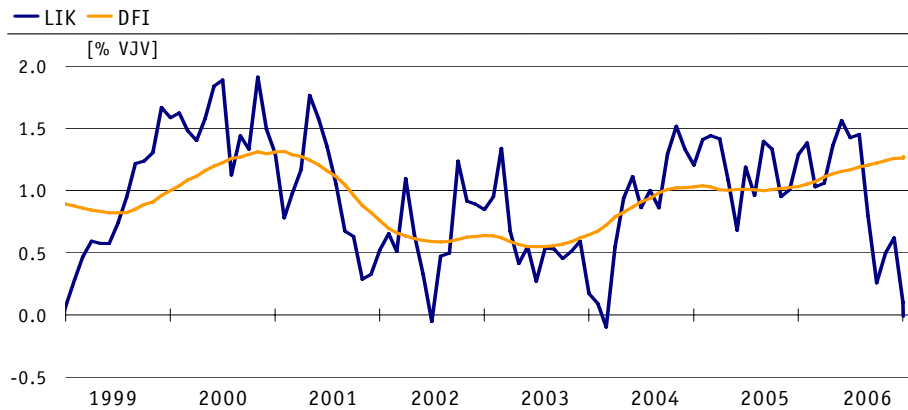
■ BIP VQ — KOF Barometer (r.S.) — PMI (r.S.)



Quelle: Datastream

## Moderate Inflationsentwicklung

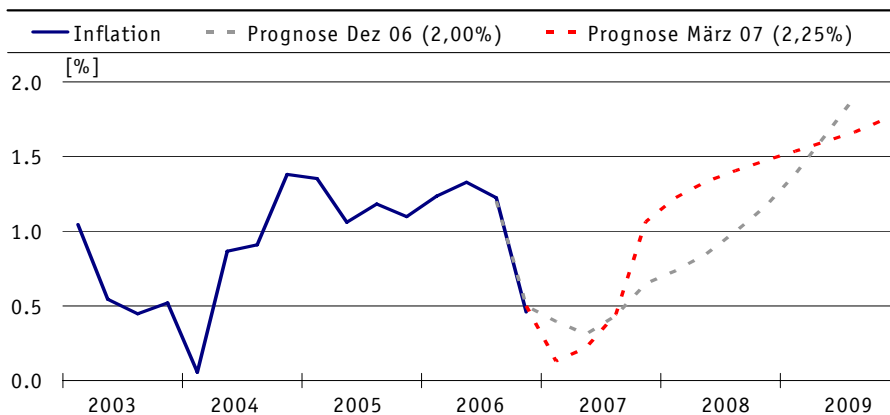
### Inflation Schweiz



Quelle: SNB

## Aber Inflationsprognose aufwärtsgerichtet

### Inflationsprognosen vom Dezember 2006 und im März 2007



Quelle: SNB

## Fazit Konjunktur- und Inflationsaussichten

- ◆ Geldpolitische Normalisierung voraussichtlich noch nicht abgeschlossen ...
- ◆ ... abhängig von zukünftiger Wirtschaftsentwicklung
- ◆ ... durch Unsicherheiten bei Einschätzung der Inflationsaussichten gekennzeichnet

## Aktuelle geldpolitische Herausforderungen

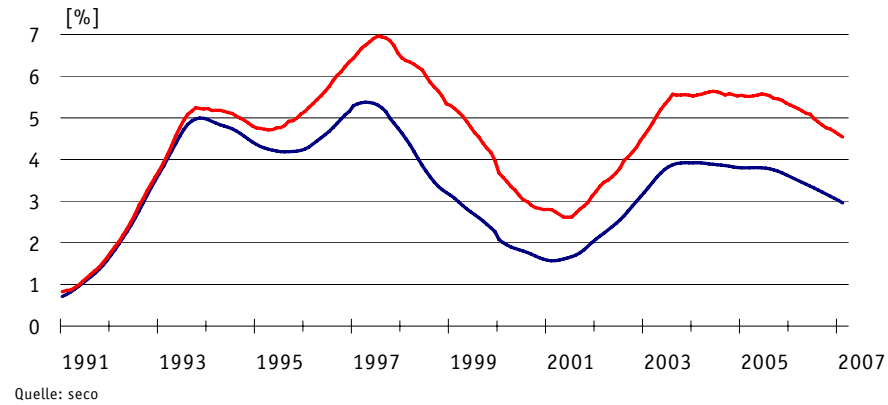
Wegen strukturellen Änderungen erhöhte Unsicherheiten bei Bestimmung des ...

- ◆ Arbeitsmarkt-Gleichgewichts
- ◆ Potenzialwachstums
- ◆ Trends des realen Wechselkurses

## Nur zögerlicher Rückgang der Arbeitslosigkeit

### Schweiz: Arbeitslose und Stellensuchende

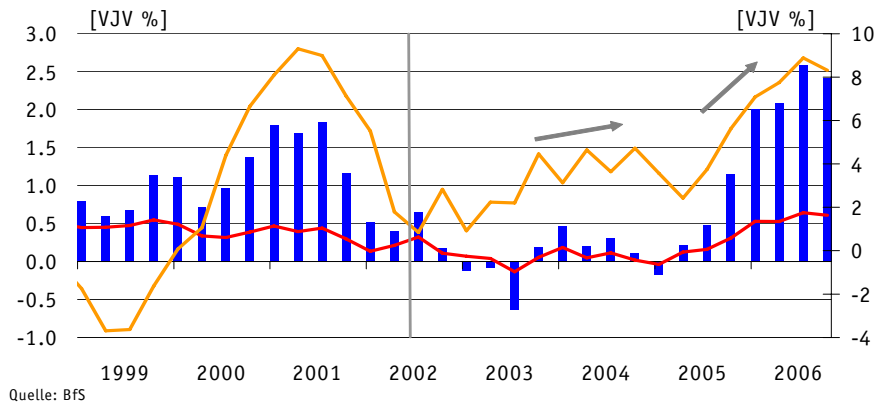
— Arbeitslosenquote — Quote der Stellensuchenden



## Elastischeres Arbeitsangebot

### Schweiz: Erwerbstätige

■ Total — Schweizer & Niedergel. (r.S.) — ohne Niederlassungsbew. (r.S.)



## Herausforderung Arbeitsmarkt: Ab wann entsteht Lohndruck?

Unsicherheiten über ...

- ◆ Ungleichgewicht am Arbeitsmarkt
- ◆ Arbeitskräfte-Reservoir
- ◆ Knappheit an qualifizierten Arbeitskräften in bestimmten Sektoren

## Potenzialwachstum der Schweizer Wirtschaft

Höheres Potenzialwachstum wegen ...

- ◆ gestiegenem Arbeitsangebot
- ◆ erhöhter Qualifikation der Erwerbstätigen
- ◆ Investitionen in neue Technologien
- ◆ erhöhtem Kapitalbestand

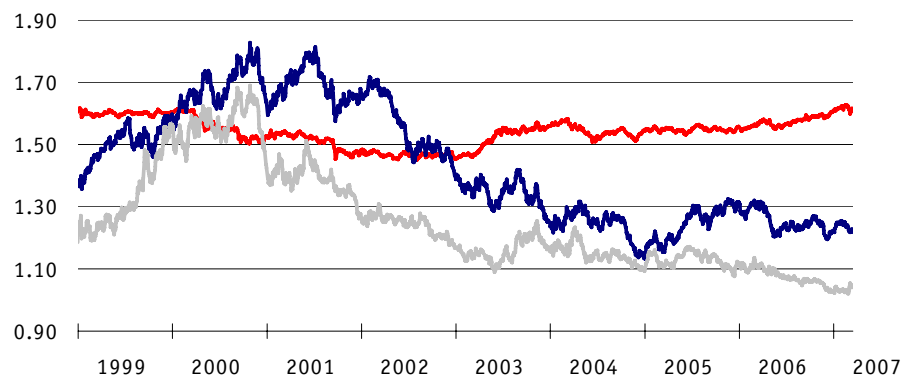
## Herausforderung Potenzialwachstum: Schätzung und Bedeutung

- ◆ Schätzung des Potenzialwachstums in einem sich wandelnden Umfeld
- ◆ Nationale Produktionslücke zunehmend durch internationale Faktoren mitbestimmt (Mobilität der Faktoren)
- ◆ Unsicherer Zusammenhang zwischen Produktionslücke und Inflation

## Nominelle Wechselkurse

### Nominelle Wechselkurse

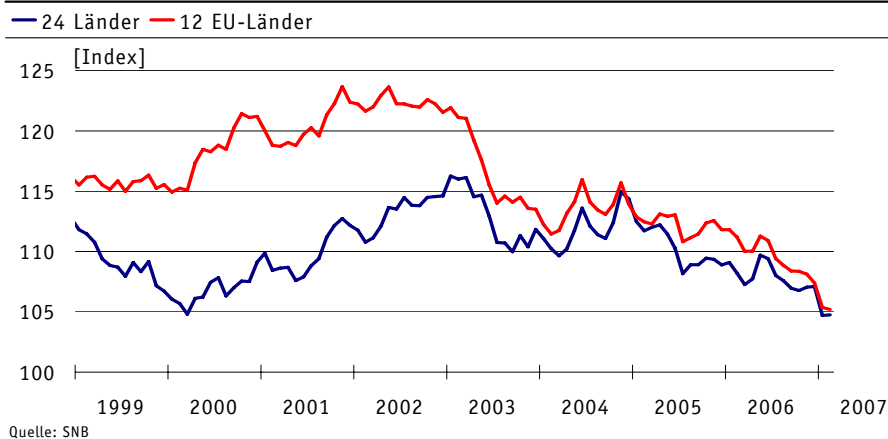
— EURCHF — USDCHF — JPYCHF



Quelle: SNB

## Abnehmender realer exportgewichteter CHF

### Reale effektive Wechselkurse, Schweizer Franken

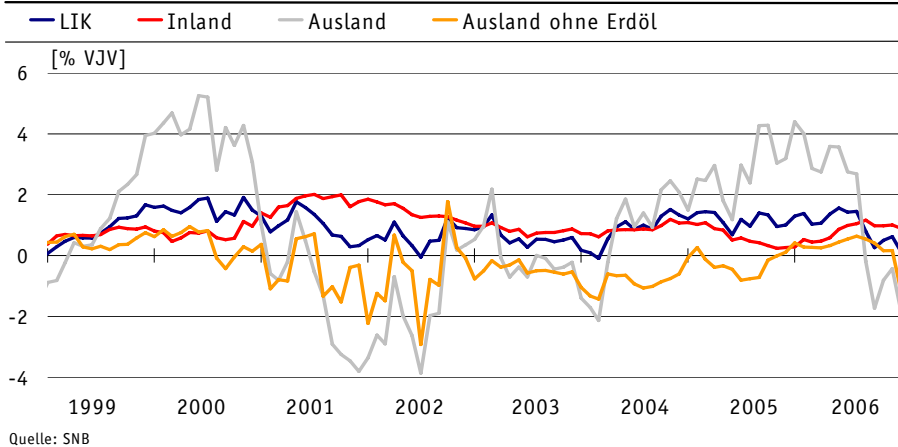


## Herausforderung Wechselkurs: Trendänderung des Schweizerfrankens?

- ◆ Unterschiedliche Entwicklung EURCHF gegenüber USDCHF, JPYCHF
- ◆ Auswirkungen struktureller Änderungen erst verzögert feststellbar
- ◆ Konsequenzen unterschiedlicher Trends abschätzen

## „Importierte Inflation“ bis anhin moderat

LIK: In- und ausländische Güter



## Risiken eines schwächeren EURCHF

- ◆ Steigende Teuerung infolge erhöhter Importpreise
- ◆ Überhitzung in der Exportwirtschaft
- ◆ Fehlallokation von Ressourcen
- ◆ Abrupte und kräftige Gegenbewegung des EURCHF



## Fazit

- ◆ Einschätzung struktureller Änderungen auf Gleichgewichte schwierig
- ◆ Neutraler Zinssatz variabel und schwer zu bestimmen
- ◆ Graduelles Vorgehen empfehlenswert
- ◆ Dank günstiger Konjunkturlage und tiefer Teuerung: Herantasten an neutrale Geldpolitik