

## Mediengespräch

Zürich, 11. Dezember 2008

### Einleitende Bemerkungen von Jean-Pierre Roth

Unsere Einschätzung der wirtschaftlichen und monetären Situation hat sich seit der Lagebeurteilung vom 18. September 2008 deutlich verändert. Zu jenem Zeitpunkt hatten wir allerdings bereits darauf hingewiesen, dass bezüglich der weltweiten Konjunkturentwicklung, der Finanzmärkte und der Energiepreise beträchtliche Risiken bestanden. Wir hatten zudem festgehalten, dass unsere Prognosen zur Wirtschaftsaktivität und zur Teuerung für die Schweiz mit grossen Unsicherheiten behaftet waren. Wir hatten angekündigt, dass wir die Entwicklung aufmerksam beobachten würden, um gegebenenfalls rasch handeln zu können. Wie Sie wissen, ist dieser Fall mittlerweile eingetreten. Wir mussten unsere Geldpolitik entschieden lockern, als die herannahende konjunkturelle Verschlechterung zur Gewissheit wurde. Wir haben das Libor-Zielband am 8. Oktober ein erstes Mal gesenkt, und zwar um 25 Basispunkte, am 6. November ein zweites Mal um 50 Basispunkte, und schliesslich am 20. November ein drittes Mal um 100 Basispunkte. Nach der erneuten Herabsetzung, die wir heute beschlossen haben, liegt das Zielband für den Dreimonats-Libor nun bei 0%–1%, was bedeutet, dass eine klar expansive Geldpolitik gewählt wird. Das heutige Mediengespräch bietet mir die Gelegenheit, die Beweggründe für unser Vorgehen eingehend zu erläutern.

Seit unserer Lagebeurteilung vom 18. September 2008 hat sich die Lage in dreierlei Hinsicht grundlegend verändert: Erstens haben sich die internationalen Konjunkturaussichten deutlich verschlechtert. Dies wirkte sich negativ auf die Prognosen für die schweizerische Wirtschaft aus. Zweitens hat sich die Krise an den Finanzmärkten seit Mitte September verschärft. Schliesslich sind die Rohstoff- und Erdölpreise eingebrochen, was zusammen mit den getrübbten Konjunkturerwartungen zu einer markanten Verbesserung der Teuerungsaussichten geführt hat. Ich möchte diese drei Punkte der Reihe nach erläutern.

#### Internationale Wirtschaftsaussichten

Im September brachten wir unsere Besorgnis zum Ausdruck, dass das Wachstum in den führenden Volkswirtschaften massiv zurückgehen könnte. Heute wissen wir, dass die Wirtschaftstätigkeit in den USA und in Europa gleichzeitig zurückgehen wird, während sie sich in den Schwellenländern merklich verlangsamen wird. Ob es sich dabei um eine Rezession handelt oder nicht, hängt von der Definition ab und ist nur noch eine Frage der Semantik.

In den USA dürfte sich das BIP im laufenden Quartal erheblich verringern, nachdem es bereits im dritten Quartal leicht geschrumpft war. Der Industriesektor, der sich zuvor als

Zurich, 11. Dezember 2008

2

überraschend stabil erwiesen hatte, ist zwischen Juli und Oktober um 4% eingebrochen. Dazu kommt, dass die Arbeitslosigkeit, die ebenfalls lange stabil geblieben war, nun rasch zugenommen hat und im November bei 6,7% lag, dem höchsten Stand seit 1994.

Die plötzliche Verschlechterung der Lage ist hauptsächlich auf eine Abnahme bei den Konsumausgaben der privaten Haushalte zurückzuführen. Die finanzielle Lage der Haushalte wurde durch die Wertverluste der Immobilien- und Finanzvermögen stark tangiert. Bis vor kurzem hatten die Haushalte bereits wegen dem ununterbrochenen Anstieg der Energiepreise eine stete Verringerung ihrer Kaufkraft hinnehmen müssen. Die Energiepreise sind zwar in der Zwischenzeit gesunken, die Preiskorrekturen im Immobiliensektor, welche die Finanzkrise ausgelöst haben, und der Rückgang der Börsenkurse wirken jedoch weiter nach.

In Europa ist das BIP im dritten Quartal zum zweiten aufeinanderfolgenden Mal gesunken. Obwohl der Kurs des Euro in letzter Zeit zurückgegangen ist, haben die Exporte unter der Abschwächung der weltweiten Nachfrage gelitten. Besonders betroffen ist Deutschland, das stark exportabhängig ist. Der Einbruch bei den Exporten zog – zuerst in der Exportindustrie und dann in der vorgelagerten Industrie – eine Korrektur der geplanten Kapazitätsausweitungen nach sich und löste einen Rückgang der Nachfrage nach Investitionsgütern aus. Darüber hinaus wird der Bausektor in einigen Ländern, vorab in Spanien und in Irland, durch eine deutliche Korrektur der Immobilienpreise in Mitleidenschaft gezogen.

In Asien ist die Lage weniger einheitlich. Japan und einige Schwellenländer der Region werden vermutlich einer kurzen Rezession nicht entgehen, doch im Allgemeinen dürfte die wirtschaftliche Tätigkeit weiter wachsen, wenn auch weniger stark als bis vor kurzem angenommen. Was die Schwellenländer Lateinamerikas und Osteuropas anbelangt, die bis anhin in hohem Masse von Kapitalzuflüssen abhängig waren, ist eine deutliche Wachstumsverlangsamung nicht ausgeschlossen.

Was bei unserer Lagebeurteilung vom September noch ein Risikoszenario war, wird jetzt also mehr und mehr Wirklichkeit. Die führenden Volkswirtschaften sind praktisch gleichzeitig in eine Rezession geraten. Die Krise im Finanzsektor hat nun auch die übrigen Wirtschaftszweige erfasst. Mit dem Rückgang der weltweiten Nachfrage sind die Nahrungsmittel-, Rohstoff- und Erdölpreise eingebrochen. Diese Entwicklung ist die positive Kehrseite der Medaille, denn sie stützt die realen Einkommen und den Konsum in den meisten Ländern.

### **Wirtschaftsaussichten für die Schweiz**

Natürlich trifft die Verschlechterung des internationalen Umfelds auch die Schweizer Wirtschaft. An unserer Lagebeurteilung vom September gingen wir zwar noch von einer deutlichen Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit aus, rechneten jedoch damit, dass das Wachstum 2009 im positiven Bereich bleiben werde. Nun erwarten wir ein negatives BIP-Wachstum, und dies nicht nur für die ersten zwei Quartale 2009, sondern für das ganze kommende Jahr. Die Abnahme dürfte alle Nachfragekomponenten betreffen, ausser wahrscheinlich den Konsum.

Zurich, 11. Dezember 2008

3

Die Exporte von Investitionsgütern, die sich bekanntlich durch eine zyklische Nachfrage auszeichnen, werden betroffen sein. In den meisten Ländern haben die Verkaufs- und Absatzschwierigkeiten sowie die Verschärfung der Kreditbedingungen dazu geführt, dass die Investitionspläne nach unten korrigiert wurden. Die USA und Europa sind anschauliche Beispiele für diese Tatsache, doch eine Abflachung wird auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften beobachtet. Diese Entwicklung wird unsere Exporte im Bereich der Investitions- und Vorleistungsgüter besonders stark treffen. Der Einbruch der Nachfrage seitens der US-amerikanischen und europäischen Autohersteller wird auch für deren Lieferanten mit Sitz in der Schweiz Folgen haben. Die Metall-, Maschinen- und Elektronikindustrie hat als erste eine deutliche Korrektur bei den Bestelleingängen verzeichnet.

Auch in der Schweiz wird der voraussichtliche Verkaufsrückgang eine Anpassung der Investitionspläne nach sich ziehen. Die Nachfrage nach Investitionsgütern könnte sogar von allen Komponenten die grösste Abnahme verzeichnen. Im Baugewerbe und bei den Wohnbauinvestitionen als dessen Hauptkomponente verläuft die Entwicklung etwas anders. Der Wohnungsbau war bereits in den letzten Jahren rückläufig, doch die sinkenden Hypothekarzinsätze könnten diese Entwicklung nun abschwächen.

Diese Begebenheiten haben zu einem deutlichen Vertrauensverlust bei den Unternehmern geführt, was wohl die Schaffung neuer Arbeitsplätze in der Schweiz beeinträchtigen wird. Die Arbeitslosigkeit wird erneut zunehmen.

Der Konsum dürfte weiter steigen, wenn auch viel langsamer. Der Stimmungsindikator der privaten Haushalte hat sich zu Beginn des vierten Quartals klar zurückgebildet und widerspiegelt so die erwarteten Unsicherheiten auf dem Arbeitsmarkt. Die überraschende Abnahme der Inflation wird hingegen zu einer Erhöhung der realen Einkommen führen und den Konsum stützen.

Die Nationalbank rechnet für das gesamte Jahr 2009 mit einem negativen Wachstum des realen BIP. Es dürfte zwischen -0,5% und -1% liegen.

### **Entwicklung der monetären und finanziellen Rahmenbedingungen**

Wie ich eingangs erwähnt habe, ist das Zielband für den Dreimonats-Libor seit unserer Lagebeurteilung vom September in drei Schritten bereits um insgesamt 175 Basispunkte reduziert worden. Diese drei aufeinanderfolgenden Senkungen drängten sich auf, weil mehrere Faktoren zu einer Verschärfung der monetären Bedingungen geführt hatten, obschon die Verschlechterung des wirtschaftlichen Umfelds im Allgemeinen eine Lockerung verlangt hätte. Als Beispiel könnte man hier die kurze, aber heftige Aufwertung des Frankens im Oktober oder den Anstieg der Risikoprämien an den Obligationenmärkten erwähnen. Diese Entwicklungen verlaufen mittlerweile bereits wieder in umgekehrter Richtung, doch die Lage bleibt angespannt. Aus diesen Beobachtungen ergibt sich eine allgemeinere Feststellung: Eine ungünstige Konjunktorentwicklung, die mit einer Finanzkrise einhergeht, kann die Übertragung der Geldpolitik beeinträchtigen und damit deren Wirksamkeit untergraben. Die expansive Wirkung einer Zinssenkung kann dadurch gemindert werden. Wenn ein solches Risiko besteht, müssen die Währungsbehörden

Zurich, 11. Dezember 2008

4

schnell und entschlossen handeln, damit die Endnachfrage wie gewünscht beeinflusst wird. Genau dies haben wir in den letzten Monaten getan.

Um die Entwicklung der Kreditkonditionen seit Ausbruch der Finanzkrise zu beobachten, führt die Nationalbank regelmässig Erhebungen bei den zwanzig wichtigsten Banken der Schweiz durch. Die daraus gewonnenen Informationen über die Absichten und Erwartungen dieser Banken ergänzen unsere Analyse der Kreditvolumenentwicklung. Bei den allermeisten befragten Instituten ist im dritten Quartal keine Verschärfung der Kreditbedingungen gemeldet worden. Nur etwa 15% der Banken räumen eine leicht restriktivere Praxis ein.

Die Oktober-Daten zu den Kreditvolumen in der Schweiz bestätigen dieses Bild. Die Hypothekarkredite sind kontinuierlich angestiegen, zuletzt mit einer Wachstumsrate von 3,4%. Die übrigen Kredite verzeichnen weiterhin ein starkes Wachstum, das sich neuerdings aber etwas abgeschwächt hat. Die Grossunternehmen haben ihre Kreditlimiten als Folge ihrer Schwierigkeiten, sich am Kapitalmarkt zu finanzieren, stärker beansprucht. Kurz: Zurzeit kann nicht von einer Kreditverknappung – einem so genannten "credit crunch" – die Rede sein. Allerdings könnte sich diese positive Situation nun verschlechtern, wie es im Ausland bereits der Fall ist.

Zum Schluss dieses zweiten Teils meines Referats möchte ich die Entwicklung der Geldaggregate in knappen Zügen erläutern. Die Geldmengen waren bis vor kurzem rückläufig; nun steigen sie wieder leicht an. Nach den erfolgten Zinssenkungen erwarten wir, dass sie in den kommenden Monaten rascher wachsen werden. Da zurzeit eine grosse Nachfrage nach Liquidität besteht, bedeutet ein verstärktes Geldmengenwachstum jedoch nicht unbedingt eine Erhöhung der Inflationsrisiken. Nur wenn das Geldmengenwachstum auf die Dauer ausufern würde, wäre die Preisstabilität mittelfristig gefährdet.

### **Teuerungsaussichten**

Neben der Verschlechterung der internationalen Konjunkturlage sowie der Finanzmarktkrise ist die klare Veränderung der Teuerungsaussichten der dritte Faktor, der unsere seit Oktober praktizierte Zinssenkungspolitik rechtfertigt. Die Inflationsrisiken haben sich seit unserer vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 18. September aufgelöst, so dass wir über einen geldpolitischen Handlungsspielraum verfügen, den wir entschlossen genutzt haben.

Wie Sie wissen, hat die Inflation im Dezember 2007 die 2%-Marke überschritten, sie hat also einen Wert erreicht, der unserer Ansicht nach die Preisstabilität nicht mehr gewährleistet. Der rasche Teuerungsanstieg – zu Beginn des Jahres 2007 war noch eine Nullinflation verzeichnet worden – war auf den anhaltenden Anstieg der Erdölpreise sowie den guten Wirtschaftsgang zurückzuführen. Im Juli 2008 erreichte die Inflation zum ersten Mal seit fünfzehn Jahren einen Spitzenwert von 3,1%. Beunruhigend war, dass ein solcher Wert die Inflationserwartungen der privaten Haushalte zu beeinflussen drohte, was zu einer starken Erhöhung der Nominallöhne am Jahresende und dadurch zu einem Andauern der Inflation hätte führen können.

Zurich, 11. Dezember 2008

5

Bei diesen beiden für den jüngsten Teuerungsschub verantwortlichen Entwicklungen ist nun eine Umkehr zu beobachten. Zum einen sind die Erdölpreise eingebrochen und Mitte November unter 50 Dollar gesunken, nachdem sie Anfang Juli einen Höchstwert von 145 Dollar erreicht hatten. Der Preissturz beim Erdöl ist sowohl auf einen Rückgang der weltweiten Nachfrage infolge der eben beschriebenen Verschlechterung der konjunkturellen Lage als auch auf die Auflösung von spekulativen Positionen zurückzuführen. Zum andern wird das Produktionspotenzial der Schweizer Wirtschaft bald unterdurchschnittlich ausgeschöpft sein, und die Arbeitslosigkeit wird erneut zunehmen. Solche Umstände werden sich sowohl auf die Preise als auch auf die Löhne dämpfend auswirken.

Wie Sie gleich den Grafiken entnehmen können, rechnen wir für 2009 mit einem praktisch ununterbrochenen Rückgang der Inflation. Trotz der seit Oktober vorgenommenen Zinssenkungen, inklusive der heutigen, wird die Inflation 2010 und 2011 auf niedrigem Niveau verharren. Heute und bis zum Ende des Prognosehorizonts sind die Inflationsrisiken nach oben und nach unten symmetrisch geworden.

### **Der geldpolitische Entscheid**

Wie erwähnt waren es die folgenden Gründe, die uns dazu bewogen haben, den geldpolitischen Kurs der letzten Monate zu verfolgen: Die weltweite Konjunkturlage hat sich verschlechtert, und die Schweizer Wirtschaft wird dieses Quartal und besonders nächstes Jahr darunter leiden. Dagegen haben sich die Teuerungsaussichten deutlich verbessert. So verfügt die Nationalbank über einen erweiterten Spielraum. Schliesslich birgt die Finanzkrise das Risiko, dass sich die Finanzierungsbedingungen für die Wirtschaft verschlechtern. Es sind diese Beweggründe, die uns dazu veranlassen, das Zielband für den Dreimonats-Libor um weitere 50 Basispunkte zu senken. Angesichts der erwarteten Konjunkturverschlechterung in der Schweiz und der Unsicherheiten bezüglich der Wirkungsverzögerungen der Geldpolitik hat sich erneut eine Zinssenkung aufgedrängt. Mit diesem Schritt verringern wir so weit als möglich das Risiko einer noch stärkeren Verschlechterung der Konjunkturlage.

### **Grafik der Inflationsprognose**

Inwiefern ist unsere Inflationsprognose angepasst worden? Die rot-gestrichelte Linie stellt die heutige Prognose dar. Sie erstreckt sich vom vierten Quartal 2008 bis zum dritten Quartal 2011. Sie zeigt die Inflationsaussichten unter der Annahme, der Dreimonats-Libor bleibe während des ganzen Prognosezeitraums unverändert bei 0,5%. Die strichpunktierte grüne Linie gibt die Inflationsprognose vom September wieder, die auf einem Dreimonats-Libor von 2,75% beruht.

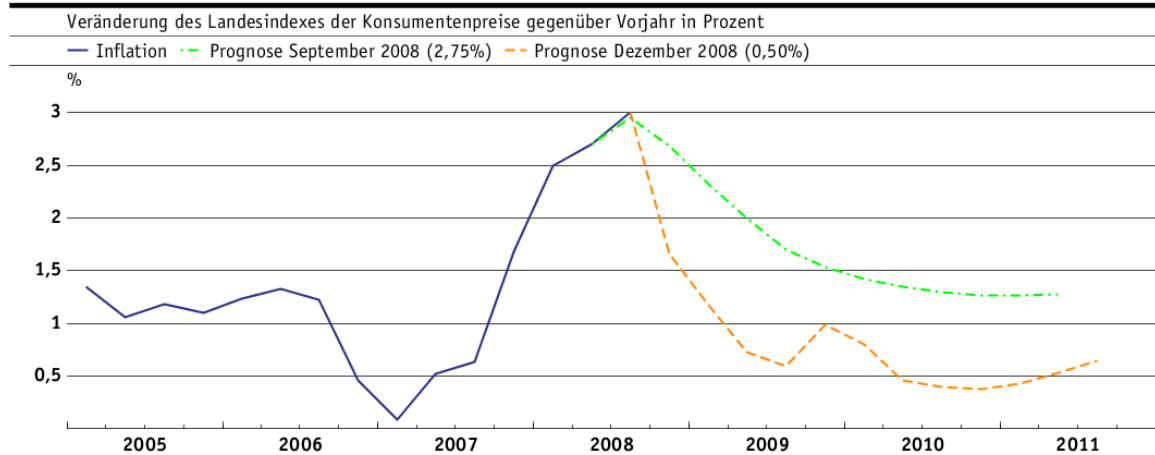
Die neue Prognose zeigt einen raschen Rückgang der Inflation in den kommenden Quartalen. Die Inflation kommt bereits im vierten Quartal dieses Jahres wieder unter die 2%-Marke zu liegen. Aufgrund der Konjunktorentwicklung bleibt sie bis zum Ende des dritten Quartals 2009 rückläufig; sie flackert dann während der folgenden zwei Quartale infolge eines Erdölpreis-Basiseffektes wieder etwas auf. Danach fällt die Inflation sogar weiter zurück und liegt für das Jahr 2010 bei 0,5%. Im Laufe des Jahres 2011 steigt sie wieder moderat an. Das leichte Anziehen der Teuerung am Ende des Prognosehorizonts

Zurich, 11. Dezember 2008

6

erklärt sich damit, dass ein Libor-Satz von 0,5% nicht einem Gleichgewichtsniveau entspricht, das langfristig Preisstabilität gewährleistet.

**Inflationsprognose September 2008 mit Libor 2,75% und Dezember 2008 mit Libor 0,50%**



**Beobachtete Inflation Dezember 2008**

	2005				2006				2007				2008				2005	2006	2007
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
Inflation	1,35	1,06	1,18	1,10	1,23	1,33	1,22	0,46	0,09	0,52	0,63	1,68	2,50	2,70	3,00		1,2	1,1	0,7

**Inflationsprognose September 2008 mit Libor 2,75% und Dezember 2008 mit Libor 0,50%**

	2008				2009				2010				2011				2008	2009	2010
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
Prognose September 2008, Libor 2,75%		2,96	2,69	2,32	2,00	1,70	1,54	1,42	1,35	1,30	1,27	1,27	1,28				2,7	1,9	1,3
Prognose Dezember 2008, Libor 0,50%		1,66	1,17	0,73	0,59	0,99	0,80	0,45	0,40	0,38	0,43	0,54	0,64				2,5	0,9	0,5