

**Referat**

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK  
BANQUE NATIONALE SUISSE  
BANCA NAZIONALE SVIZZERA  
BANCA NAZIUNALA SVIZRA  
SWISS NATIONAL BANK 

**Sperrfrist**

23. September 2013 17:15

---

## **Geldpolitik und Konjunktur**

Jubiläumsfeier 75 Jahre KOF

**Prof. Dr. Thomas J. Jordan**

Präsident des Direktoriums\*

Schweizerische Nationalbank

Zürich, 23. September 2013

© Copyright Schweizerische Nationalbank

---

\* Der Referent dankt Matthias Lutz für die grosse Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Textes. Sein Dank für die wertvolle Zusammenarbeit geht zudem an Irma Cruz, Rita Kobel, Peter Kuster und Attilio Zanetti.

## Einleitung

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) ist der KOF – der Konjunkturforschungsstelle der ETH – seit ihren Anfängen eng verbunden. So nahm die SNB bereits ab Ende 1937 an der sogenannten Erfahrungsaustauschgruppe für Konjunkturbeobachtung teil, aus der kurze Zeit später die KOF hervorging. Einem damaligen Bericht an das Direktorium ist über die Zielsetzung der Erfahrungsguppe zu entnehmen, dass sie «namentlich die weltwirtschaftlichen Vorgänge verfolgen und die wissenschaftliche Konjunkturanalyse dem Praktiker dienstbar machen» wolle.

Nach der Gründung der KOF im Mai 1938 wurde der konstruktive Meinungs- und Wissensaustausch zwischen KOF und Nationalbank weitergeführt. Heute kommt die Verbundenheit unter anderem darin zum Ausdruck, dass die SNB im Förderverein der KOF – der Schweizerischen Gesellschaft für Konjunkturforschung – sowie im Leitungsausschuss und im Beirat vertreten ist. Nicht zuletzt hat die Nationalbank immer wieder davon profitiert, dass Mitarbeitende der KOF zur SNB gewechselt haben. Ein prominentes Beispiel ist mein Stellvertreter Thomas Moser, der Leiter unserer Organisationseinheit Volkswirtschaft.

Es war kein Zufall, dass die KOF Ende der 1930er-Jahre gegründet wurde, nur kurze Zeit nach der Grossen Depression. Damals war allgemein sehr umstritten, welche Ursachen zu diesem grossen Wirtschaftseinbruch geführt hatten. Noch ratloser war man, wie eine solche Krise besser hätte bewältigt werden können. Nicht nur das theoretische Wissen war unzureichend. Es fehlte auch schlicht am Datenmaterial, das überhaupt eine vernünftige Einschätzung der Lage erlaubt hätte. Daher war die Hoffnung in der Schweiz gross, über eine systematische Erforschung der Konjunktur nützlich Wissen für die Wirtschaftspolitik zu erhalten.

Allerdings sollte es noch mehr als ein Jahrzehnt dauern, bis die KOF eine systematische Firmenumfrage einführte. Mit dem Beginn der Umfragen in Industrie und Handel im Jahr 1955 leistete sie dann aber Pionierarbeit für die Schweizer Konjunkturbeobachtung und konnte damit den Kenntnisstand über unsere Volkswirtschaft deutlich erhöhen.

Mit meinem Referat «Geldpolitik und Konjunktur» widme ich mich heute dem Thema, das unsere beiden Institutionen verbindet. So hat die Nationalbank gemäss Gesetz die Aufgabe, durch ihre Geld- und Währungspolitik die Preisstabilität in der Schweiz zu gewährleisten. Dabei hat sie der «konjunkturellen Entwicklung Rechnung zu tragen». Die KOF ihrerseits ist der Erforschung der Schweizer Konjunktur verpflichtet.

In meinen Ausführungen werde ich zunächst das Verhältnis zwischen Geldpolitik und Konjunktur beleuchten. In einem zweiten Teil werde ich auf die Wichtigkeit eines soliden Fundaments für die Entscheidungen der Nationalbank eingehen. Abschliessend werde ich die Bedeutung der Konjunkturanalyse der KOF für das Verständnis der Schweizer Wirtschaft darlegen.

## **Möglichkeiten und Grenzen der Geldpolitik**

Lassen Sie mich also mit dem Verhältnis zwischen Geldpolitik und Konjunktur beginnen. Dabei möchte ich ein paar grundsätzliche Einsichten zu den Möglichkeiten und Grenzen der Geldpolitik in Erinnerung rufen. Dies ist wichtig, weil die Zentralbanken im aktuellen Umfeld zunehmend als mächtige Zauberer verstanden werden, die alle Wünsche erfüllen können. Die Gefahr ist gross, dass damit zu hohe Erwartungen an die Zentralbanken geschürt werden.

Auch in der Geldpolitik gelten nämlich – unabhängig ob im Moment «konventionelle» oder «unkonventionelle» Massnahmen eingesetzt werden – einige wichtige Grundsätze. Diese definieren so etwas wie geldpolitische «best practice» und bestimmen schliesslich den längerfristigen Erfolg der Geldpolitik. Die Erkenntnisse stammen nicht allein aus der wissenschaftlichen Theorie, sondern haben sich über viele Jahrzehnte auch in der Praxis herauskristallisiert und bestätigt. Sie lassen sich in Form von drei Grundmaximen festhalten, auf die ich nun etwas detaillierter eingehen möchte.

### **Preisstabilität trägt zum langfristigen Wohlstand bei**

Die erste Grundmaxime bezieht sich auf die mittlere und lange Frist. Der Beitrag der Geldpolitik zum Wohlstand einer Volkswirtschaft besteht darin, dass sie über die mittlere und lange Frist für Preisstabilität sorgt. Die Geldpolitik beeinflusst so die Wirtschaftsentwicklung indirekt. Denn Preisstabilität gehört zu den grundlegenden Rahmenbedingungen, die eine optimale langfristige Entwicklung erst ermöglichen.

Das hat mehrere Gründe. Erstens stärkt Preisstabilität die Lenkungsfunction der einzelnen Preise. Wirtschaftsakteure sind damit in der Lage, Preissignale richtig zu interpretieren. Dies hilft, Fehlallokationen zu vermeiden. Je besser der Preismechanismus funktioniert, desto eher werden Ressourcen dort eingesetzt, wo es volkswirtschaftlich effizient ist. Zweitens hilft eine stabile Preisentwicklung, gesellschaftlich unerwünschte Verteilungseffekte zu vermeiden. Das ist vor allem für Haushalte mit niedrigerem Einkommen von grosser Bedeutung, da sie nur über wenig Mittel verfügen, um sich gegen Preisschocks abzusichern. Drittens reduziert Preisstabilität die Unsicherheit. Dadurch werden Investitionen in Kapital, Bildung sowie Forschung und Entwicklung gefördert, von denen letztlich das langfristige Wachstum abhängt. Entsprechend hat der Gesetzgeber die Gewährleistung der Preisstabilität zum Kernauftrag der Nationalbank gemacht.

### **In der kurzen Frist kann die Geldpolitik die konjunkturelle Entwicklung stabilisieren**

Die zweite Grundmaxime bezieht sich auf die kurze Frist. In diesem Zeitrahmen kann die Geldpolitik den Wirtschaftsverlauf auch direkt beeinflussen und helfen, konjunkturelle Schwankungen zu dämpfen. Dies gilt insbesondere dann, wenn die Wirtschaft von Schocks getroffen wird.

Die Überlegung dahinter ist einfach: Führt beispielsweise ein negativer Schock zu einem plötzlichen Rückgang der Nachfrage, kann das zu einer Unterauslastung der Produktionsfaktoren führen. Maschinen werden stillgelegt, die Kurzarbeit nimmt zu, die Arbeitslosigkeit steigt. Unternehmen beginnen, die Preise ihrer Produkte zu reduzieren, um ihre Verkäufe zu stabilisieren. Gleichzeitig versuchen sie, ihre Kosten zu senken. So geraten auch die Löhne unter Druck. Dauert die Schwächephase länger an, verstärkt sich dieser Prozess. Kommt es zu einem breit abgestützten und andauernden Preisrückgang, kann eine Deflationsspirale in Gang gesetzt werden.

Die Zentralbank wird in einer solchen Situation Gegensteuer geben, indem sie die monetären Rahmenbedingungen lockert. Dies geschieht typischerweise durch eine Zinssenkung, welche die Nachfrage stimuliert. Auf diese Weise kann die Zentralbank die Auswirkungen des ursprünglichen Schocks zumindest dämpfen, wenn nicht sogar neutralisieren. Genau umgekehrt laufen die Mechanismen ab, wenn die Wirtschaft von einem positiven Schock getroffen wird.

### **In der Praxis keine Feinsteuerung möglich**

In der Realität ist das Zusammenspiel aber wesentlich komplexer. Trotz jahrzehntelanger Forschung ist die Geldpolitik bei weitem keine exakte Wissenschaft. Nach wie vor ist es eine zentrale Herausforderung für jede Zentralbank, das Zusammenspiel zwischen Geldpolitik und Konjunktur richtig zu interpretieren und entsprechend zu handeln.

Eine der wichtigsten Lehren aus der Praxis ist, dass die konjunkturelle Entwicklung mit der Geldpolitik nicht feingesteuert werden kann. Vielmehr muss sich die Zentralbank darauf konzentrieren, grössere Fehlentwicklungen zu verhindern oder zu limitieren. Dies ist die dritte Grundmaxime.

Mit «Feinsteuerung» meine ich die Vorstellung, dass man wie bei einer Musikanlage die gewünschte Lautstärke auch in kleinsten Nuancen einstellen kann. Eine solche Nuancierung ist in der Geldpolitik nicht möglich. Dies ist auf verschiedene Gründe zurückzuführen. Erstens wirkt eine Zinsanpassung bzw. ein monetärer Impuls erst mit einer Verzögerung auf die Realwirtschaft und die Preise. Zweitens ist das Wissen um die genauen Transmissionsmechanismen zwischen dem monetären Impuls und der Realwirtschaft auch heute noch lückenhaft. Drittens müssen geldpolitische Entscheidungen immer unter Unsicherheit getroffen werden.

Deshalb ist das Ziel der Geldpolitik viel bescheidener, aber nicht minder anspruchsvoll. Statt eine Feinsteuerung der Konjunktur anzustreben, geht es darum, die grösseren Risiken zu reduzieren und Extremsituationen zu entschärfen. Zentralbanken können durch eine geschickte Geldpolitik den Schaden für die Wirtschaft begrenzen. Geldpolitische Fehlgriffe als Folge einer ambitionierten Feinsteuerung hingegen erzeugen zusätzliche Instabilität. Dies muss eine Zentralbank vermeiden.

## **Beispiel: Einführung des Mindestkurses**

Lassen Sie mich diese Zusammenhänge anhand eines Beispiels illustrieren. Die wohl einschneidendste geldpolitische Entscheidung der Nationalbank der jüngeren Vergangenheit war die Einführung des Mindestkurses. Wie Sie sich wahrscheinlich gut erinnern können, war der Sommer 2011 durch eine gewaltige Unsicherheit bezüglich der Entwicklung in der Eurozone geprägt. Obwohl unsere Ökonomen die Lage sehr genau analysierten und die unterschiedlichsten Szenarien berechneten, war der weitere Verlauf völlig unklar.

Die vertieften Analysen, die der SNB als Entscheidungsgrundlage dienten, machten jedoch eines klar: Eine permanente Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro auf Parität oder darunter hätte das Risiko einer Deflationsspirale in der Schweiz massiv erhöht. Es hätten verheerende Konsequenzen für die Wirtschaft gedroht, die mit grossen Arbeitsplatzverlusten verbunden gewesen wären. Viele Unternehmen, die unter normaleren Umständen wettbewerbsfähig gewesen wären, hätten sich in ihrer Existenz bedroht gesehen.

Nachdem die ersten Liquiditätsmassnahmen keine nachhaltige Entspannung der Lage gebracht hatten, beschloss die Nationalbank am 6. September 2011, einen Mindestkurs von 1.20 Franken gegenüber dem Euro einzuführen. Bei Zinsen nahe von null stellte der Mindestkurs zu diesem Zeitpunkt die effektivste Massnahme dar, um den Aufwertungstrend zu brechen.

Dabei ging es nicht um Feinsteuerung. Denn der Mindestkurs wurde auf einem Niveau festgelegt, bei dem der Franken immer noch hoch bewertet war. Vielmehr ging es darum, eine massive Verschärfung der monetären Rahmenbedingungen zu verhindern und so die Gefahr einer möglicherweise folgenschweren Wirtschaftskrise zu bannen. Auch heute ist der Franken immer noch eine hoch bewertete Währung. Der Mindestkurs bleibt eine unabdingbare Massnahme unserer Geldpolitik, um Abwärtsrisiken zu begrenzen.

## **Solides Fundament für geldpolitische Entscheide nötig**

Wie ich soeben geschildert habe, war die Unsicherheit im Sommer 2011 gewaltig. Aber auch in normaleren Zeiten ist die Unsicherheit über die gegenwärtige und zukünftige Wirtschaftslage gross. Trotz oder vielmehr gerade wegen dieser Unsicherheit ist es für die Nationalbank zentral, über möglichst gute Entscheidungsgrundlagen zu verfügen. Dabei legt die SNB grossen Wert auf eine breite Abstützung der Analyse.

Erstens verwenden wir eine Vielzahl von Modellen und empirischen Ansätzen. Dadurch reduzieren wir die Unsicherheit über den genauen Transmissionsmechanismus und die zeitliche Anpassung. Dies gilt nicht nur für die bedingte Inflationsprognose – unser Hauptinstrument der Kommunikation – sondern auch für die Einschätzung der realwirtschaftlichen Aussichten.

Zweitens beobachten und analysieren unsere Ökonomen eine grosse Menge an Konjunkturindikatoren für das In- und Ausland. Anhand dieser Indikatoren versuchen wir nicht nur, den

aktuellen Zustand der Volkswirtschaft zu bestimmen, sondern auch kurzfristige Tendenzen und Risiken abzuschätzen. Hier spielen die Umfragen der KOF eine wichtige Rolle.

Drittens führt die Nationalbank eigene Umfragen durch. Unsere acht Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte treffen jedes Quartal mehr als zweihundert Firmenvertreter aus den verschiedensten Branchen. Dadurch gewinnen sie einen Eindruck über den Zustand der Wirtschaft aus erster Hand – sie ertasten sozusagen den «Puls der Wirtschaft» in Echtzeit – und berichten dem Direktorium darüber.

Ausserdem verfolgen wir die Einschätzungen und Prognosen nationaler und internationaler Institutionen und pflegen einen regelmässigen Austausch mit ihnen. Dazu gehört selbstverständlich auch die KOF.

### **Wichtiger Beitrag der KOF zum Verständnis der Schweizer Wirtschaft**

Die KOF ist ohne Zweifel die bekannteste Adresse für konjunkturelle Analysen in der Schweiz, auch im stolzen Alter von 75 Jahren. Durch ihren Beitrag zum Verständnis der Schweizer Konjunktur ist sie für die Geldpolitik der Nationalbank ebenfalls sehr bedeutend, und damit letztlich für das Allgemeinwohl in unserem Land. Aus meiner Sicht beruht der konkrete Beitrag der KOF zum Verständnis der Schweizer Wirtschaft auf drei Säulen.

Der erste und vielleicht prominenteste Beitrag sind die regelmässigen Firmenumfragen. Wie eingangs erwähnt betrat die KOF mit der Einführung der Umfrage in Industrie und Handel Mitte der 1950er-Jahre Neuland für die Schweiz. Seitdem wurden die Umfragen auf andere Branchen erweitert, was eine noch breiter abgestützte Einschätzung der Lage ermöglicht.

Eine zweite Säule sind die Prognosen der KOF für die Schweizer Wirtschaft. Diese werden seit 2007 sogar vierteljährlich erstellt und publiziert. Dadurch haben sie eine noch grössere Aktualität als früher. Dritte Säule sind die verschiedenen Spezialanalysen zur Schweizer Wirtschaft, die in Form von Arbeitspapieren und Studien publiziert werden.

In den letzten Jahrzehnten hat sich das Umfeld für die KOF verändert: Zum einen gibt es heute anders als früher eine Vielzahl von Konjunkturindikatoren, die zumindest Anhaltspunkte über die gegenwärtige Lage geben können. Zum anderen erstellen heute neben der KOF auch verschiedene andere Institutionen eigene Prognosen für die Schweiz.

Die KOF steht damit im Wettbewerb mit anderen Anbietern. Ihre führende Rolle in der Schweizer Konjunkturanalyse kann sie deshalb in Zukunft nur dann behaupten, wenn es ihr gelingt, weiterhin ein höchstes Mass an Qualität zu liefern. Dies betrifft nicht nur die Umfragen, sondern alle makroökonomischen Analysen, die sie durchführt. Um die Qualität zu sichern, ist es aus meiner Sicht zentral, die angewandte Analyse der Schweizer Makroökonomie und die Forschungstätigkeit der KOF weiterhin eng zu verknüpfen und nicht voneinander isoliert zu betreiben. Ebenso gilt es, aktuelle und bedeutende Themen für die Schweiz aufzu-

greifen und durch fundierte Analysen und Thesen die wirtschaftspolitische Diskussion zu bereichern.

### **Schlussbemerkungen**

Meine Damen und Herren, ich gratuliere der KOF im Namen des Direktoriums und der ganzen Nationalbank herzlich zum 75-jährigen Bestehen. Mein Lob und mein Respekt gelten nicht nur der Pionierarbeit der KOF, sondern auch ihrem langjährigen Beitrag zu einem besseren Verständnis der Schweizer Wirtschaft, insbesondere der Schweizer Konjunktur.

Mindestens so wichtig wie der Blick zurück ist der Blick nach vorne. In meinem Referat habe ich erklärt, welche grosse Bedeutung eine qualitativ hochstehende Konjunkturanalyse für die Geldpolitik der Nationalbank hat. Unsere Beurteilung der wirtschaftlichen Lage stützt sich nicht zuletzt auch auf die Umfragen und Analysen der KOF ab. Ich hoffe, dass dies für die KOF und ihre Mitarbeitenden einerseits eine Anerkennung der bisherigen Arbeit bedeutet, andererseits aber auch Ansporn für die künftige Konjunkturanalyse ist.

Bei allem Wandel bleibt dabei das Ziel der Konjunkturanalyse seit den Anfängen der KOF im Kern unverändert. Dieses wurde im eingangs erwähnten Bericht an das Direktorium folgendermassen festgehalten: «Durch den Ausbau der Konjunkturbeobachtung sollen nach Möglichkeit die Keime der Entwicklung oder die Triebkräfte erfasst werden, um möglichst frühzeitig Anhaltspunkte für kommende Veränderungen zu erhalten.»

Die Nationalbank ist überzeugt, dass die KOF die neuen Herausforderungen meistern wird. Ich bin sicher, dass unsere beiden Institutionen auch in den nächsten 75 Jahren einen bereichernden Austausch über die Schweizer Konjunktur pflegen werden.