

## **Zur Geldpolitik im neuen Jahr**

Hans Meyer  
Präsident des Direktoriums  
Schweizerische Nationalbank

Forschungsinstitut für Empirische Ökonomie und Wirtschaftspolitik  
Universität St. Gallen

Donnerstag, 20. Januar 2000

Zum dritten Mal geben mir die Universität St. Gallen und ihr Forschungsinstitut für Empirische Ökonomie und Wirtschaftspolitik Gelegenheit, die geldpolitischen Absichten der Nationalbank für das neue Jahr zu erläutern. Heute werde ich mich jedoch nicht allein auf die geplante Geldpolitik beschränken. Wie Sie den Medien entnommen haben, hat die Nationalbank auf Beginn dieses Jahres eine Anpassung ihres geldpolitischen Konzeptes vorgenommen. Ich freue mich, hier vor einem fachkundigen Publikum vertieft auf dieses Konzept einzugehen.

Zunächst möchte ich im ersten Teil meiner Ausführungen einen Rückblick auf die wirtschaftlichen Geschehnisse des vergangenen Jahres werfen. Nach den Erläuterungen zu unserem Konzept werde ich in einem dritten Teil auf die wirtschaftlichen Aussichten und die geldpolitischen Absichten für das laufende Jahr eingehen. Mein Referat werde ich mit einigen grundsätzlichen Bemerkungen abschliessen.

## **1. Rückblick**

### **Internationale Entwicklung**

Die internationale Wirtschaftslage hellte sich im Verlaufe des Jahres 1999 deutlich auf, nachdem die Weltwirtschaft in den beiden Vorjahren durch die Krisen in Ostasien, Russland und Südamerika erschüttert worden war. Schneller als erwartet erholten sich die aufstrebenden Wirtschaften Ostasiens vom starken Konjunkturunbruch und auch Japan überwand dank massiven staatlichen Stimulierungsmassnahmen seine Rezession. Eine Verbesserung der Lage wurde auch in Südamerika verzeichnet, nachdem in Brasilien eine Finanzkrise abgewendet werden konnte. In Russland bleibt die Lage ausserordentlich schwierig, was sich nicht zuletzt für die Entwicklung vieler Länder in Osteuropa negativ auswirkt.

Die Überwindung der Krise in Ostasien führte im Laufe des Jahres 1999 zu einer spürbaren Belebung des Welthandels. Von dieser günstigen Entwicklung profitierten auch die Industrieländer. Die Exporte und die Investitionen wuchsen kräftig, so dass

das reale Wachstum der OECD-Staaten im Jahre 1999 um über einen halben Prozentpunkt höher war als im Vorjahr.

Die Dynamik im OECD-Raum ist allerdings immer noch unterschiedlich. Die Vereinigten Staaten setzten ihren Wirtschaftsaufschwung fort. Zum dritten aufeinanderfolgendem Mal erreichte das reale Wachstum rund 4%. Zu diesem starken Wachstum haben nicht zuletzt die anhaltend steigenden Aktienkurse beigetragen, welche den amerikanischen Haushalten zusätzliche Konsummöglichkeiten eröffneten. Auch in Japan hat das Wachstum nachhaltig zugenommen. Die japanische Wirtschaft verzeichnete 1999 wieder eine positive Entwicklung, nachdem sie 1998 noch fast um 3% geschrumpft war. Deutlich verhaltener war dagegen das Geschehen in Europa. In der ersten Jahreshälfte litten viele Länder noch unter einer Exportschwäche als Folge der Asienkrise. Erst in der zweiten Jahreshälfte begann sich eine Besserung abzuzeichnen. Allerdings verzögerte sich der Wirtschaftsaufschwung in den beiden wichtigen Ländern Deutschland und Italien als Folge immer noch bestehender, tiefgreifender struktureller Probleme. Die unterschiedlichen Entwicklungen sind auch bei der Beschäftigung sichtbar. Die Vereinigten Staaten verzeichneten wiederum eine starke Zunahme der Beschäftigung, während sich die Nachfrage nach Arbeitskräften in Deutschland und Italien nur verhalten entwickelte.

Die Veränderung der wirtschaftlichen Perspektiven im Verlaufe des Jahres 1999 blieb nicht ohne Einfluss auf die Geldpolitik. In der ersten Jahreshälfte führten die amerikanischen Währungsbehörden und die Europäische Zentralbank die lockere Geldpolitik fort, welche zur Vermeidung eines weltweiten Konjunkturerinbruches als Folge der internationalen Finanzkrise im Herbst 1998 eingeleitet wurde. Noch im April 1999 senkte die EZB ihren Leitzins um 50 Basispunkte. Als sich zur Jahresmitte eine Verbesserung des wirtschaftlichen Umfeldes abzeichnete, strafften die Zentralbanken ihre Geldpolitik. Die amerikanische Notenbank erhöhte den Satz für Tagesgeld zwischen Juni und November in drei Schritten von 4.75% auf 5.5%. Die Europäische Zentralbank erhöhte ihren Leitzinssatz im November um 0.5 Prozentpunkte. Die Leitzinsen lagen somit Ende November 1999 auf einem vergleichbaren Niveau wie vor Ausbruch der internationalen Finanzkrise im Herbst 1998. Mit der Erhöhung reagierten die Zentralbanken auf die erneute Gefahr eines Teuerungsanstieges.

## **Lage in der Schweiz**

Im ersten Halbjahr wurde das wirtschaftliche Geschehen in der Schweiz noch von den Folgen der Asienkrise beeinflusst. Erst mit deren Überwindung konnte die Konjunktur im zweiten Halbjahr deutlich an Dynamik hinzugewinnen. Die wichtigsten Impulse gingen dabei von der Exportwirtschaft aus, welche von der starken Zunahme des Welthandels profitierte. Neben dem Export bildete der private Konsum wie im Vorjahr eine bedeutende Konjunkturstütze. Wegen des schwachen Wachstums im ersten Halbjahr blieb das reale Wachstum 1999 mit rund 1.5% jedoch hinter demjenigen von 1998 zurück.

Die Arbeitslosigkeit ging im letzten Jahr erfreulicherweise weiter zurück. Die Beschäftigung wuchs zwar 1999 weniger stark als noch im Vorjahr. Dies ist vor allem eine Folge des konjunkturellen Einbruches in der zweiten Jahreshälfte 1998. Tendenziell sinkt die Beschäftigung in der Industrie weiterhin leicht, währenddem sie im Dienstleistungssektor kontinuierlich ansteigt. Am stärksten steigt zur Zeit die Nachfrage nach Arbeitskräften in der Informatikbranche und bei den Versicherungen. Die Verbesserung auf dem Arbeitsmarkt ist auch an der Entwicklung der Zahl der Stellensuchenden abzulesen, welche neben den Arbeitslosen auch Personen einschliesst, die einem Zwischenverdienst nachgehen oder in einem Beschäftigungs- resp. Umschulungsprogramm involviert sind. Die Zahl der Stellensuchenden ist praktisch um einen Viertel zurückgegangen. Positiv zu vermerken ist sodann, dass die regionalen Unterschiede bei der Arbeitslosigkeit abgenommen haben.

Die am Landesindex der Konsumentenpreise gemessene Teuerung blieb im letzten Jahr wiederum moderat und betrug im Durchschnitt 0.8%. Damit ist sie etwas höher als in den beiden Vorjahren, wobei rund 0.3 Prozentpunkte auf die Erhöhung der Mehrwertsteuer zurückzuführen sein dürften. Die Teuerung hat allerdings gegen Ende Jahr merklich angezogen. Der Grund für diese Zunahme liegt vor allem bei den importierten Gütern, welche sich als Folge des markanten Anstieges der Erdölpreise stark verteuerten.

Wir haben seinerzeit für das Jahr 1999 eine Fortführung unserer tendenziell grosszügigen Geldpolitik in Aussicht genommen. Dies reflektierte unsere damalige Einschätzung, dass sich die schweizerische Konjunktur als Folge der Krisen in Ostasien und auf den Finanzmärkten abschwächen werde. Wir gaben ebenfalls zu erkennen, dass wir den Unsicherheiten Rechnung tragen wollten, welche mit der Einführung des Euro auf Anfang 1999 verbunden waren. Wir mussten verhindern, dass in dieser schwierigen Phase eine allfällige Spekulation gegen den Euro zu einer ökonomisch nicht gerechtfertigten Aufwertung des Frankens führen würde. Nachdem sich die Unsicherheiten im Verlaufe des Jahres abgebaut hatten, konnten wir dem Eurokurs wieder weniger Beachtung schenken und unsere autonome Geldpolitik fortsetzen. Trotzdem bewegte sich der Wechselkurs des Frankens gegenüber dem Euro in engen Bandbreiten. Dies hatte aber nichts mit unserer Politik zu tun, sondern mit der ähnlichen konjunkturellen Lage, in der sich die Schweiz und die Länder des Euro-Gebietes befanden. In der zweiten Septemberhälfte strafften wir unseren Kurs, weil die inzwischen anziehende Konjunktur die Teuerungsgefahr tendenziell wieder verstärkt hatte.

## **Einführung des Euro**

Lassen Sie mich zum Abschluss meines Rückblickes noch einige grundsätzliche Bemerkungen zur neuen europäischen Währung anfügen. Die Einführung des Euro zu Beginn des letzten Jahres verlief problemlos. Die Europäische Zentralbank und ihre Vorgängerin, das Europäische Währungsinstitut, haben zusammen mit den nationalen Notenbanken gute Arbeit geleistet. Die technischen Abläufe bei der Versorgung des Bankensystems mit Liquidität und beim Clearing-System TARGET funktionieren einwandfrei. Der Euro setzte sich auf den Finanzmärkten rasch als Anlagewährung durch und erzielte bereits im ersten Jahr seines Bestehens einen beachtlichen Marktanteil am Geld- und Kapitalmarkt.

Die Europäische Zentralbank orientiert ihre geldpolitischen Entscheidungen an einem Referenzwert für die Geldmenge M3 und an einer breit abgestützten Beurteilung der Inflationsaussichten. Diese "Zwei-Säulen"-Strategie wurde von verschiedenen Seiten kritisiert. Ich glaube, dass diese Kritik zu kurz greift. Die EZB musste innert kürzester Zeit ein geldpolitisches Konzept für einen in der Grösse den Vereinigten Staaten ver-

gleichbaren Wirtschaftsraum erarbeiten, für den bis zu diesem Zeitpunkt praktisch keine Daten und Studien über den geldpolitischen Transmissionsmechanismus vorlagen. Sie hat sich in diesem von grosser Unsicherheit geprägten Umfeld für eine vorsichtige Strategie entschieden, welche bewährte Elemente der Geldmengensteuerung der Deutschen Bundesbank mit neuen Elementen einer Inflationszielstrategie kombiniert. Die EZB ist bisher mit dieser Strategie recht gut gefahren; sie konnte ihren Auftrag – die Erhaltung der Preisstabilität – erfolgreich erfüllen. Allerdings verlor der Euro gegenüber dem Dollar rund 15% an Wert. Entgegen einer oft vertretenen Meinung ist dieser Wertverlust aber nicht einer falschen Geldpolitik zuzuschreiben. Vielmehr liegt der Grund für die Aufwertung des Dollars in erster Linie in den unterschiedlichen konjunkturellen Entwicklungen der USA und Europas.

Der Erfolg der Währungsunion hängt aber nicht allein vom geldpolitischen Konzept, sondern auch von dessen konsequenter Umsetzung ab. Als neue Zentralbank muss sich die EZB die Reputation einer unabhängigen, auf die Erhaltung der Preisstabilität verpflichteten Institution erst noch erwerben. Die Verantwortlichen haben bereits im ersten Jahr des Bestehens der Währungsunion durch ihr Handeln zum Aufbau der Glaubwürdigkeit der EZB beigetragen, indem sie Druckversuchen aus der Politik widerstanden. Ein vertieftes Urteil über die Währungsunion wird allerdings erst in einigen Jahren möglich sein. Nicht zuletzt wird es darauf ankommen, ob die einzelnen Mitgliedsländer der Währungsunion die für eine nachhaltig konvergente Stabilitätspolitik unerlässliche Disziplin aufbringen werden.

## **2. Anpassung des geldpolitischen Konzeptes**

Wir haben im vergangenen Dezember eine Anpassung unseres geldpolitischen Konzeptes angekündigt. Bewusst verwende ich den Begriff der Anpassung, um zu unterstreichen, dass die grundlegende Ausrichtung der Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank unverändert bleibt und weiterhin in erster Linie auf die Gewährleistung der Preisstabilität abzielt. Gleichzeitig möchte ich aber betonen, dass es sich um die wichtigste Konzeptänderung seit dem Übergang zu einem flexiblen Frankenkurs im Jahre 1973 handelt.

Das künftige geldpolitische Konzept der Nationalbank besteht im Wesentlichen aus drei Elementen: Das erste Element betrifft die Definition der Preisstabilität. Das zweite Element beinhaltet die Verwendung einer breit abgestützten Inflationsprognose als Hauptindikator für die geldpolitische Entscheidungsfindung. Wir verzichten fortan auf die Festlegung von Zielen für das Wachstum der Geldmenge. Die Entwicklung der Geldmenge wird jedoch bei der Erstellung der Inflationsprognose eine massgebende Rolle spielen. Das dritte Element stellt ein Zielband für den Dreimonatssatz am Schweizerfranken-Geldmarkt als operative Vorgabe für die Umsetzung der Geldpolitik dar. Sodann streben wir eine weitere Verbesserung der Transparenz unserer Geldpolitik an.

### **Bisherige Strategie**

Bevor ich mich diesen drei Elementen zuwende möchte ich kurz auf unsere bisherige geldpolitische Strategie eingehen. Nach einer längeren Phase mit Jahreszielen – zuerst für die Geldmenge M1 und später für die Notenbankgeldmenge – hat die Nationalbank Anfang der neunziger Jahre beschlossen, die Geldpolitik an einem mittelfristigen Zielpfad für die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge zu orientieren. Dieser Zielpfad wurde jeweils für eine Dauer von fünf Jahren festgelegt. Die Lösung bestach vor allem durch zwei Eigenschaften. Zum einen schuf sie einen wirksameren Anker für die mittelfristige Preisentwicklung als im Falle von Jahreszielen. Sie bedingte, dass Abweichungen gegenüber dem Zielpfad mittelfristig wieder korrigiert wurden. Die Nationalbank wurde zu einer grösseren geldpolitischen Disziplin verpflichtet, da die Geldmengenentwicklung der vergangenen Jahre jeweils nicht

einfach vergessen werden konnte. Zum anderen ermöglichte sie aber eine flexible Durchführung der Geldpolitik. Mit dem mittelfristigen Zielpfad war es möglich, pragmatisch auf Wechselkursstörungen und Konjunkturschwankungen zu reagieren, da die Geldpolitik in der kurzen Frist nicht an ein bestimmtes Geldmengenziel gebunden war.

Die Lösung mit dem mittelfristigen Zielpfad kombinierte somit die Vorteile einer längerfristigen Verpflichtung zur Erhaltung der Preisstabilität mit einem grossen geldpolitischen Spielraum in der kurzen Frist. Wie jedes andere auf einem Geldaggregat aufgebaute Konzept hing sie jedoch entscheidend davon ab, ob die Nachfrage nach Notenbankgeld ausreichend stabil und prognostizierbar sei.

Wir stellten im Verlaufe des Jahres 1997 fest, dass die Nachfrage nach Notenbankgeld starken Störungen unterworfen war. Diese Störungen betrafen sowohl den Notenumlauf als auch die Giro Guthaben der Banken. Die Nachfrage des Publikums nach Tausendernoten stieg aus bisher nie geklärten Gründen stark an und die Nachfrage der Banken nach Giro Guthaben wurde zusehends volatiler. Die Abweichungen der Notenbankgeldmenge gegenüber dem Zielpfad waren daher nicht mehr aussagekräftig. Die Nationalbank relativierte im Dezember 1997 die Bedeutung des Zielpfades und betonte fortan vermehrt die Geldmenge M3 als wichtigen Indikator. Die Lösung mit dem mittelfristigen Zielpfad wurde jedoch noch nicht vollständig aufgegeben, da zu dieser Zeit unklar war, ob die Störungen permanenter oder nur vorübergehender Natur seien. Gegen Ende 1998 zeichnete sich ab, dass sich die Nachfrage nach Notenbankgeld auf absehbare Zeit nicht normalisieren würde. Eine Weiterführung des Konzeptes mit einem mittelfristigen Zielpfad für die Notenbankgeldmenge war daher nicht mehr denkbar.

Lassen Sie mich nun etwas vertiefter auf die drei hauptsächlichen Elemente des angepassten Konzeptes eingehen.



## **Erstes Element: Definition der Preisstabilität**

Das erste Element des Konzeptes betrifft eine explizite Definition der Preisstabilität. Unter Preisstabilität verstehen wir eine am Landesindex der Konsumentenpreise gemessene Teuerung von unter 2% pro Jahr. Die Nationalbank hat den Auftrag, die Geldpolitik im Gesamtinteresse des Landes zu führen. Mit den ihr zur Verfügung stehenden Mitteln kann sie in erster Linie Preisstabilität gewährleisten. Preisstabilität erleichtert eine ausgewogene gesamtwirtschaftliche Entwicklung und vermindert sozial unerwünschte Fehlentwicklungen.

Wir haben uns aus zwei Gründen für diese Definition der Preisstabilität entschieden. Einmal müssen wir der Tatsache Rechnung tragen, dass die Teuerung nie genau gemessen werden kann. Zum anderen ist es für die Nationalbank praktisch unmöglich, die Inflation exakt zu steuern.

Das erste Element verankert die mittelfristige Ausrichtung der Geldpolitik. Obwohl die Definition der Preisstabilität keine Untergrenze vorsieht, impliziert die Absicht der Gewährleistung der Preisstabilität, dass wir auch eine Deflation verhindern müssen.

Wir wollen die Teuerung mittelfristig im Bereich der definierten Preisstabilität halten. Es ist jedoch wichtig zu unterstreichen, dass wir kein eigentliches Inflationsziel verfolgen. Wir gehen keine Verpflichtung ein, die Inflation stets im Bereich der Preisstabilität zu halten. In einer kleinen, offenen Volkswirtschaft wie der Schweiz wird die Inflation oft von unerwarteten Ausschlägen der Erdöl- und anderer Importpreise sowie von wesentlichen Änderungen des Wechselkurses beeinflusst. Die Nationalbank ist daher kaum in der Lage, diese in der kurzen Frist auftretenden Preisbewegungen zu unterbinden. In vielen Fällen würde es auch wirtschaftlich keinen Sinn machen, diese kurzfristigen Preisbewegungen zu unterdrücken, selbst wenn wir dazu in der Lage wären. Solange diese Preisbewegungen nicht in eine anhaltende Inflation oder Deflation münden, sind sie für die Wirtschaft verkraftbar. Eine zu rigorose Bekämpfung von temporären Inflationsschocks kann hingegen zu einer übermässigen Zunahme der Konjunkturschwankungen führen und dadurch mit hohen realwirtschaftlichen Kosten verbunden sein. Die Nationalbank wird deshalb bei der Bekämpfung von temporären Inflationsschocks jeweils auch die realwirt-

schaftlichen Konsequenzen in Betracht ziehen müssen. Jeder anhaltend inflationären oder deflationären Entwicklung wird sie aber entschieden entgegentreten.

## **Zweites Element: Inflationsprognose**

Lassen Sie mich nun zum zweiten Element unseres Konzeptes übergehen. Die geldpolitischen Entscheidungen der Nationalbank werden sich in Zukunft in erster Linie an einer Inflationsprognose orientieren. Bekanntlich wirkt die Geldpolitik mit einer Verzögerung von rund zwei bis drei Jahren auf die Teuerung. Wir sind gezwungen, eine vorausschauende Haltung einzunehmen und frühzeitig auf Inflationsgefahren zu reagieren. Die Inflationsprognose wird deshalb zum zentralen Indikator für die Geldpolitik. Wir werden unsere geldpolitischen Entscheide so treffen, dass die voraussichtliche Inflation tendenziell im Bereich der Preisstabilität liegt. So werden wir die Geldpolitik straffen, wenn die prognostizierte Inflation über den Bereich der Preisstabilität hinaus ansteigt. Umgekehrt werden wir die Geldpolitik lockern, wenn die Prognose auf eine Deflation hindeutet. Die veröffentlichte Prognose wird die Auswirkungen des beabsichtigten geldpolitischen Kurses berücksichtigen.

Bei unserer Inflationsprognose handelt es sich um eine sogenannte Konsensprognose. Eine Konsensprognose ist das Produkt einer ökonomischen Gewichtung der Informationen aus verschiedenen wichtigen Indikatorengruppen. Wir stützen unsere Beurteilung über die zukünftige Preisentwicklung vor allem auf drei Arten von Indikatoren ab. Wir ziehen, erstens, den Verlauf der Geldaggregate, insbesondere von M3, in Betracht. Die Preisentwicklung in der längeren Frist hängt entscheidend vom Verlauf der Geldmenge ab. Die mittelfristige Inflationsprognose muss sich daher stark auf die Entwicklung der Geldaggregate abstützen. Zweitens verwenden wir eine Anzahl ökonometrischer Prognosemodelle. Dazu gehören sowohl strukturelle Modelle als auch statistische Zeitreihenmodelle. Die strukturellen Modelle prognostizieren die Inflation auf Grund eines spezifischen theoretischen Modells der Wirtschaft. Die Zeitreihenmodelle hingegen nutzen die historische Korrelation zwischen der Inflation und bestimmten Variablen aus, um Prognosen zu erstellen. Beide Arten von Modellen berücksichtigen auch Faktoren wie die Konjunkturlage und den Wechselkurs, welche die Teuerung vor allem in der kurzen Frist

beeinflussen. Schliesslich stellen wir, drittens, weitere Faktoren in Rechnung, die nicht direkt in die Prognosemodelle integrierbar sind. Dazu gehören Sondereinflüsse wie zum Beispiel eine Erhöhung der Mehrwertsteuer, eine Veränderung des Erdölpreises oder die Liberalisierung eines Marktsegmentes. Eine ökonomische Beurteilung und Abwägung der Information aus den verschiedenen Indikatorengruppen ergibt schliesslich die Konsensprognose für die Entwicklung der Inflation über die drei folgenden Jahre. Die Konsensprognose ist somit eine breit abgestützte Prognose.

Eine Prognose der Inflation über drei Jahre ist schwierig und mit Unsicherheiten verbunden. Viele Faktoren, welche die Inflation in den Folgejahren letztlich beeinflussen, sind bei der Erstellung der Prognose noch unbekannt. Unabhängig von diesen Schwierigkeiten muss jedoch die Inflationsprognose als Grundlage der geldpolitischen Entscheidungsfindung verwendet und für die Erläuterung der geldpolitischen Beschlüsse herangezogen werden. Wie ich schon betont habe, müssen wir eine vorausschauende Politik führen, wenn wir die Preisstabilität bewahren wollen.

### **Drittes Element: Zielband für den Libor**

Das dritte Element unserer Strategie betrifft die operative Umsetzung der Geldpolitik. Die Nationalbank wird fortan als operative Vorgabe ein Zielband von 100 Basispunkten für den Dreimonatssatz am Schweizerfranken-Geldmarkt festlegen. Dabei dient der Dreimonats-Libor ("London Interbank Offered Rate") als Referenzzinssatz. Das Zielband wird so festgelegt, dass die prognostizierte Inflation in jenem Bereich verbleibt, den wir mit Preisstabilität gleichsetzen.

Die bisherige operative Umsetzung unserer Geldpolitik basierte auf einer quantitativen Vorgabe für die Versorgung des Bankensystems mit Giro Guthaben. Die Zinsbildung auf dem Geldmarkt wurde weitgehend den Marktteilnehmern überlassen. Die starken Schwankungen bei der Nachfrage der Banken nach Giro Guthaben verunmöglichten jedoch bereits seit einiger Zeit eine operative Umsetzung der Geldpolitik, welche allein auf einer Mengenvorgabe für die Giro Guthaben beruhte. Bei

starken Schwankungen der Nachfrage der Banken nach Giro Guthaben führt eine reine Mengenvorgabe zu einer ökonomisch unerwünscht hohen Volatilität der Geldmarktsätze. Die nun getroffene Anpassung des Konzeptes trägt diesem Umstand Rechnung.

Wir hätten die operative Vorgabe für die Umsetzung der Geldpolitik auch mit der Festsetzung des Zinssatzes für ein kurzfristiges Repo-Geschäft vornehmen können. Dieser Repo-Zinssatz wäre durch die Nationalbank sehr einfach zu kontrollieren. Wir haben aber aus folgenden zwei Gründen eine andere Lösung getroffen: Die Nationalbank will, erstens, bei ihren täglichen monetären Operationen flexibel bleiben, ohne dass jede kleine Zinsänderung bei ihren Geldmarktgeschäften von den Märkten als geldpolitisches Signal interpretiert wird. In der kurzen Frist treten oft Ungleichgewichte in der Liquiditätsversorgung des Bankensystems und andere Störungen am Geld- und Devisenmarkt auf, die sich in starken Schwankungen des Tagesgeldsatzes äussern. Der Zinssatz für sehr kurzfristige Repo-Geschäfte taugt unter diesen Umständen nicht als Signalträger für die Ausrichtung unserer Geldpolitik. Für die schweizerischen Verhältnisse eignet sich dazu ein etwas längerfristiger Satz in einem wirtschaftlich bedeutenden Segment des Geldmarktes wesentlich besser. Der Dreimonats-Liborzinssatz ist einer der wichtigsten Zinssätze im Schweizerfranken-Geldmarkt. Er gilt als zentrale Grösse für die Refinanzierung von erstklassigen Banken und Unternehmungen und wird täglich in einem transparenten Verfahren ermittelt und publiziert. Dieser Satz reagiert relativ wenig auf nur kurzfristig bestehende Ungleichgewichte und Zufallsschwankungen am Geldmarkt. Der Dreimonats-Libor eignet sich daher sehr gut als Referenzzinssatz für die Signalisierung unserer kürzerfristigen geldpolitischen Absichten.

Zweitens beabsichtigt die Nationalbank keinen zinspolitischen Aktivismus. Die Idee der Festlegung eines Zielbandes und nicht eines Zielwertes ist es, weiterhin Schwankungen in einem gewissen Umfang zuzulassen und dem Markt die Feinsteuerung zu überlassen.

Die Verwendung eines Zielbandes für den Libor als geldpolitischen Signalträger bedeutet auch, dass wir fortan auf die Festsetzung eines Diskontsatzes verzichten können. Das Diskontgeschäft hat in den letzten Jahrzehnten seine geldpolitische

Bedeutung verloren. Die Nationalbank hat seit Jahren keine Diskontgeschäfte mehr durchgeführt. Der Festsetzung des Diskontsatzes kam allenfalls noch eine gewisse Signalwirkung zu. Mit der Einführung eines Zinsbandes ist er überflüssig geworden.

## **Transparenz**

Gerade die Geldpolitik einer unabhängigen Notenbank muss für das Publikum transparent sein. Eine transparente Geldpolitik trägt wesentlich zu einer effizienten Gestaltung der wirtschaftlichen Abläufe in einer modernen Marktwirtschaft bei. Sowohl der Internationale Währungsfonds als auch die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich arbeiten seit einiger Zeit an der Ausarbeitung von Richtlinien für die Transparenz von Notenbanken. Wie von den erwähnten internationalen Institutionen immer wieder betont wird, war die Schweizerische Nationalbank bereits bisher Vorreiter für eine transparente Geldpolitik. Mit der Anpassung des geldpolitischen Konzeptes wird die Transparenz noch einmal verbessert.

Mit der Darlegung unseres Konzeptes geben wir dem Publikum den Rahmen für den Ablauf der geldpolitischen Entscheidungen bekannt. Die Eckdaten unserer Entscheidungen wie die Inflationsprognose und das Zielband für den Libor publizieren wir regelmässig in verschiedenen Medien. Mit der quartalsweisen Publikation der "Geldpolitischen Beschlüsse" erläutern wir unsere geldpolitischen Entscheidungen detailliert, so dass das Publikum auch Klarheit über deren Hintergründe erhält.

## **Einige Missverständnisse**

Lassen Sie mich zum Abschluss meiner Ausführungen zum geldpolitischen Konzept noch kurz auf zwei Punkte eingehen. Sie betreffen Aspekte, welche im Anschluss an unsere Pressekonferenz vom vergangenen Dezember teilweise falsch interpretiert wurden. Ich benütze die Gelegenheit, um diese Missverständnisse auszuräumen.

Der erste Punkt betrifft die Zinssteuerung. Die Einführung eines Zielbandes für den Libor verleitet einige Kommentatoren zur Aussage, dass die Nationalbank zu einer Zinspolitik übergegangen sei. Unter dem Begriff Zinspolitik wird dabei eine Geldpolitik verstanden, welche einen bestimmten Nominal- oder sogar Realzinssatz mittelfristig anstrebt, so dass der Zinssatz zum eigentlichen Ziel der Geldpolitik wird. Das ist aber nicht unsere Absicht. Das Zielband für den Libor ist eine operative Richtlinie für die Geldmarktsteuerung. Es bekommt dadurch den Charakter eines Signalträgers für die kürzerfristigen Absichten der Nationalbank auf dem Geldmarkt. Wir orientieren uns aber mittelfristig nicht an einer Zinsvorstellung, sondern an der Inflationsprognose. Das Zinsband reflektiert die notwendigen geldpolitischen Massnahmen, um mittelfristig die Preisstabilität zu erhalten. Seine Einführung ist nicht der Ersatz für die Geldmengenziele. Vielmehr übernimmt die Inflationsprognose deren bisherige Rolle.

Der zweite Punkt betrifft die Bezeichnung unserer Strategie. In verschiedenen Kommentaren wurde unsere Strategie als sogenannte "Inflationszielstrategie" bezeichnet. Eine solche Strategie, wie sie beispielsweise im Vereinigten Königreich, in Kanada oder in Neuseeland verwendet wird, ist auf das permanente Erreichen eines expliziten Inflationszieles ausgerichtet. Wir verstehen unser Konzept nicht als Inflationszielstrategie. Zwar basieren unsere geldpolitischen Entscheidungen in erster Linie auf einer Inflationsprognose. Wir verfolgen aber kein explizites Inflationsziel. Wie ich bereits erwähnt habe, wird die Inflation in der Schweiz in der kurzen Frist stark durch Faktoren beeinflusst, welche nicht direkt unter der Kontrolle der Nationalbank stehen. Wir können daher keine Verpflichtung eingehen, die Inflation dauernd auf einer bestimmten Höhe zu stabilisieren. Unsere Strategie zielt darauf ab, Preisstabilität mittelfristig zu erhalten. Um dies zu erreichen, verwenden wir eine Reihe wichtiger Indikatoren, insbesondere auch die Geldmenge. Wir verstehen deshalb unser geldpolitisches Konzept als eine breit abgestützte Strategie zur Erhaltung der Preisstabilität.

### **3. Wirtschaftliche Aussichten und Geldpolitik im Jahre 2000**

#### **Wirtschaftliche Aussichten**

Die wirtschaftlichen Aussichten für das laufende Jahr sind für die schweizerische Volkswirtschaft günstig. Im Einklang mit den massgebenden Prognosen rechnen wir mit einem realen Wachstum in der Grössenordnung von 2%. Die Konjunktur wird dabei sowohl von der Binnennachfrage als auch von den Exporten getragen werden.

Wir erwarten eine weitere deutliche Belebung des Welthandels. Gewisse Risiken gehen allerdings von Japan, wo die Strukturanpassung dringend weitergehen muss, und von den Vereinigten Staaten aus, wo die Konjunktur langsam auslaufen könnte. Die schweizerischen Exporte sollten dennoch im laufenden Jahr stark zunehmen und die Konjunktur kräftig unterstützen. Die Binnenwirtschaft wird weiterhin eine wichtige Konjunkturstütze bleiben. Der private Konsum sollte in der Grössenordnung des Vorjahres zunehmen. Wieder kräftiger dürften die Anlageinvestitionen wachsen. Erfreulicherweise könnten erstmals seit langem auch Impulse von den Bauinvestitionen ausgehen. Die Produktionslücke wird sich im Verlaufe des Jahres 2000 weiter schliessen und die Beschäftigung sollte weiter zunehmen.

Diese für die schweizerische Volkswirtschaft günstige Entwicklung kann vor allem auf drei Ursachen zurückgeführt werden. Erstens hat unsere Wirtschaft in den vergangenen Jahren grosse Anstrengungen unternommen, um ihre strukturellen Probleme zu lösen. Zweitens hat sich das weltwirtschaftliche Klima im Verlauf des letzten Jahres stark verbessert. Und drittens schliesslich hat unsere Wirtschaft von den günstigen monetären Rahmenbedingungen profitiert.

#### **Geldpolitische Absichten**

Wir haben im vergangenen Dezember zum ersten Mal eine Inflationsprognose publiziert. Die Inflation in diesem Jahr wird dabei nicht wesentlich von unserer laufenden Geldpolitik abhängen. Als Folge der Wirkungsverzögerung wird unsere

momentane Geldpolitik erst die Inflation des nächsten und übernächsten Jahres beeinflussen.

Das Zielband für den Dreimonats-Libor beträgt 1.25% - 2.25%, wobei wir zunächst den mittleren Bereich des Bandes anstreben. Die Lage des Zielbandes steht im Einklang mit unserer Inflationsprognose. Nach unserem heutigen Wissensstand wird die Teuerung über die nächsten drei Jahre in dem Bereich verbleiben, den wir mit Preisstabilität gleichsetzen, wenn wir den Dreimonatssatz ungefähr in der Mitte des Zielbandes halten. Allerdings dürfte die Teuerung tendenziell leicht ansteigen. Unsere Inflationsprognose für das Jahr 2000 lautet auf 1.5% und für die Jahre 2001 und 2002 auf 1.7%, resp. 1.8%.

Der prognostizierte Verlauf der Inflation steht in Einklang mit der Entwicklung der von uns beobachteten Geldaggregate. Während der Rezession der neunziger Jahre hatte das Wachstum von M3 als Folge der zunehmend expansiven Geldpolitik der Nationalbank stark zugenommen. Seit dem Frühjahr 1997 verminderte sich das Wachstum wieder, da wir die Geldpolitik nur noch in einem beschränkten Umfang weiter lockerten und es hat nun ein vergleichsweise tiefes Niveau erreicht. Von der expansiven Geldpolitik, welche wir bis vor kurzem führten, dürften deshalb keine nennenswerten Teuerungsimpulse ausgehen.

Die Nationalbank wird die Entwicklung der massgebenden Indikatoren genau verfolgen und die der Inflationsprognose zu Grunde liegenden Analysen periodisch überprüfen. Die ausgeprägte Dynamik der wirtschaftlichen Entwicklung der jüngsten Zeit veranlasst uns zu besonderer Vorsicht. Eine weitere Zunahme des Wirtschaftswachstums könnte unter Umständen die Inflationsgefahren erhöhen.

#### **4. Ausblick**

Ich möchte mit einigen grundsätzlichen Bemerkungen abschliessen.

Auch die nachgeführte, am Jahresbeginn in Kraft getretene Bundesverfassung beauftragt die Nationalbank, die Geldpolitik im Gesamtinteresse des Landes zu



führen. Zusammen mit der Finanzpolitik und der Wettbewerbspolitik soll sie dazu beitragen, Rahmenbedingungen zu schaffen, die ein stetiges Wachstum bei hoher Beschäftigung und geringer Teuerung ermöglichen. Für die Geldpolitik steht dabei die Gewährleistung von Preisstabilität im Vordergrund. Einmal mehr sei betont, dass Preisstabilität kein Selbstzweck ist. Stabile Preise ermöglichen ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum und verhindern sozial unerwünschte Fehlentwicklungen.

Die Anpassung unseres geldpolitischen Konzeptes, welches den eingetretenen Veränderungen auf den Finanzmärkten Rechnung trägt, schafft die nötigen Voraussetzungen, damit wir unseren Auftrag auch in Zukunft erfüllen können. Ein gutes Konzept allein ist aber noch keine Garantie für eine erfolgreiche Geldpolitik. Entscheidend ist die Umsetzung des Konzeptes, bzw. die Qualität der geldpolitischen Entscheidungen. Das Konzept kann der geldpolitischen Entscheidungsfindung einen klaren Rahmen geben. Oft kommt es aber nicht so sehr auf die Details eines Konzeptes, sondern vielmehr auf die Bereitschaft der Verantwortlichen an, konsequente Entscheidungen – unter Umständen auch unpopuläre Entscheide – zu treffen. Die geldpolitischen Entscheidungen müssen aber auch durch einen gesellschaftlichen Konsens getragen werden. Die Nationalbank kann ihren Auftrag längerfristig nur dann erfüllen, wenn der politische Wille zu stabilen monetären Verhältnissen in der Schweiz breit abgestützt bleibt.