

# **Zur Geldpolitik im neuen Jahr**

**Hans Meyer**  
**Präsident des Direktoriums**  
**Schweizerische Nationalbank**

**Forschungsinstitut für Empirische Ökonomie und Wirtschaftspolitik**  
**Universität St. Gallen**

**Donnerstag, 21. Dezember 2000**

Im Laufe meiner Studienzeit an der damaligen Hochschule St. Gallen hat mich die Schweizerische Nationalbank in zunehmendem Masse fasziniert. Ich sah sie als ehrwürdige Institution, unabhängig und doch fest im staatlichen Gefüge verankert, mit dem schönen Auftrag, die Geldpolitik im Gesamtinteresse des Landes zu führen. Heute, mehr als drei Jahrzehnte später, darf ich feststellen, dass diese Faszination nie nachgelassen hat. Die Tätigkeit im Spannungsfeld von Wirtschaft, Wissenschaft und Politik, in erster Linie auf das eigene Land bezogen und doch international ausgerichtet, habe ich stets als Herausforderung empfunden.

Ich bedanke mich für die Gelegenheit, die Geldpolitik für das kommende Jahr hier nochmals etwas eingehender zu erläutern. Ein letztes Mal habe ich mich an der Entscheidungsfindung beteiligt. An den Nachfolgern liegt es nun, die Absichten unter Berücksichtigung des sich wandelnden Umfeldes umzusetzen. Dazu wünsche ich ihnen alles Gute.

Ich beginne mit einigen Überlegungen zum Auftrag. Anschliessend will ich die wesentlichen Elemente des angepassten geldpolitischen Konzeptes in Erinnerung rufen. Sodann werde ich die wirtschaftliche Entwicklung im vergangenen Jahr skizzieren und auf erste Erfahrungen mit dem angepassten geldpolitischen Konzept eingehen. Anschliessend an einen Exkurs in die Währungspolitik möchte ich mich den wirtschaftlichen Aussichten sowie unseren geldpolitischen Absichten zuwenden.

## **1. Der Auftrag**

Die Schweizerische Nationalbank hat den Auftrag, die Geldpolitik im Gesamtinteresse des Landes zu führen. Zusammen mit Finanzpolitik und Wettbewerbspolitik soll sie dazu beitragen, günstige Rahmenbedingungen für eine ausgewogene und damit nachhaltige gesamtwirtschaftliche Entwicklung zu schaffen. Eine solche Entwicklung ist gekennzeichnet durch stetiges Wachstum, geringe Arbeitslosigkeit und bescheidene Teuerung.

Für die Geldpolitik steht die Gewährleistung der Preisstabilität im Vordergrund. Lehre und Erfahrung lassen keinen Zweifel am Zusammenhang zwischen Geldversorgung und Preisstabilität. Die Geldpolitik leistet dann einen optimalen Beitrag im Sinne ihres Auftrages, wenn es ihr gelingt, die Geldversorgung tendenziell und längerfristig auf das reale Wachstum der Wirtschaft abzustimmen. Es ist klar, dass Preisstabilität kein Selbstzweck ist. Stabile Preise erleichtern eine ausgewogene gesamtwirtschaftliche Entwicklung und verhindern sozial unerwünschte Fehlentwicklungen.

Nach meiner Erfahrung stellen sich bei der Führung der Geldpolitik vor allem drei Probleme: Die Schwierigkeit der Beurteilung der jeweiligen Wirtschaftslage, das beschränkte Wissen um die gesamtwirtschaftlichen Zusammenhänge und die Einflüsse aus dem Ausland.

## **2. Das angepasste geldpolitische Konzept**

In den vergangenen Jahrzehnten haben wir bekanntlich die Notenbankgeldmenge als Zielgrösse der Geldpolitik verwendet. Dabei wurden ursprünglich jährliche Wachstumsraten festgelegt. Zu Beginn der neunziger Jahre sind wir zu mittelfristigen Wachstumszielen übergegangen. Wir wollten der Tatsache vermehrt Rechnung tragen, dass die Entwicklung der Teuerung auf mittlere Sicht vor allem von der Geldversorgung abhängig ist. Mit der mittelfristigen Ausrichtung unserer Politik wurde ein Spielraum geschaffen, der es

ermöglichte, bei der Entscheidungsfindung auch andere Indikatoren wie die reale Wirtschaftsentwicklung, die Lage am Arbeitsmarkt und den Wechselkurs zu berücksichtigen. Das mittelfristige Ziel wurde allerdings immer nur als Richtlinie verstanden.

In der zweiten Hälfte der neunziger Jahre machten wir die Erfahrung, dass die Notenbankgeldmenge nicht mehr ausreichend stabil und damit prognostizierbar war. Der mittelfristige Zielpfad verlor deshalb als Richtschnur für die Geldpolitik an Bedeutung. Das veranlasste uns, die Grundlagen unserer Geldpolitik zu überdenken. In der Folge haben wir uns entschieden, in Zukunft auf die Bekanntgabe eines Wachstumszieles für die Notenbankgeldmenge zu verzichten. Die breite Abstützung unserer Politik auf alle massgebenden Indikatoren sollte noch vermehrt zum Ausdruck kommen. So entstand das angepasste geldpolitische Konzept, das bekanntlich auf drei Pfeilern ruht.

Der erste Pfeiler ist eine explizite Definition der Preisstabilität. Darunter verstehen wir eine an der Entwicklung der Konsumentenpreise gemessene Teuerung von unter 2% pro Jahr. Mit dieser Definition soll nicht zuletzt der Tatsache Rechnung getragen werden, dass man die Teuerung nie genau messen kann. Schon unsere bisherigen Bemühungen waren auf die Gewährleistung der Preisstabilität ausgerichtet. Neu ist lediglich die explizite Definition.

Diese Definition darf nicht mit einem Inflationsziel verwechselt werden. Es geht nicht darum, die Teuerung in jedem Falle im definierten Rahmen zu halten. In einer kleinen, offenen Volkswirtschaft wird sie immer wieder durch von aussen kommende Impulse beeinflusst, die schwer zu kontrollieren sind. In der Regel wäre es gesamtwirtschaftlich wenig sinnvoll, solche Impulse zu unterdrücken. Wesentlich ist, dass nachhaltigen inflationären und auch deflationären Tendenzen entschieden entgegengetreten wird.

Der zweite Pfeiler des Konzeptes ist eine Inflationsprognose. Diese wird halbjährlich für die drei folgenden Jahre erarbeitet. Damit tragen wir der

Erfahrung Rechnung, dass sich geldpolitische Massnahmen erst mit einer Verzögerung von rund drei Jahren auswirken.

Bei der Erarbeitung der Inflationsprognose werden alle Erkenntnisse berücksichtigt, die sich aus einer Analyse der massgebenden Faktoren ergeben. Der Verlauf der Geldmengen – vor allem von  $M_3$  – spielt weiterhin eine wichtige Rolle. Er ist wichtig für die Abschätzung der längerfristigen Entwicklung. Sodann werden die Ergebnisse von ökonometrischen Modellrechnungen berücksichtigt. Die entsprechenden Prognosemodelle tragen auch Faktoren wie der realen Wirtschaftsentwicklung sowie der Entwicklung der Wechselkurse Rechnung. Nicht zuletzt sollen auch Sonderfaktoren wie temporäre Schocks berücksichtigt werden, deren Auswirkungen von den anderen Indikatoren nicht erfasst werden.

Mit diesem Vorgehen wird eine breite Abstützung der Entscheidungsfindung gewährleistet. Auch eine breit abgestützte Entscheidungsfindung vermag allerdings nichts daran zu ändern, dass geldpolitische Entscheide letztlich eine Ermessenssache sind.

Ergibt sich aus der Analyse eine Tendenz der Teuerungsentwicklung, die mit unserer Definition der Preisstabilität nicht in Einklang steht, dann besteht ein Handlungsbedarf. Die letztlich publizierte Prognose beruht auf der Annahme, dass der massgebende Dreimonatssatz im Zeitraum der Prognose nicht verändert wird.

Der dritte Pfeiler des Konzeptes bezieht sich auf die Umsetzung der Geldpolitik. Er besteht in dem Zielband, das für den massgebenden Dreimonatssatz für Schweizerfranken festgelegt wird. Auf diesen Satz kann die Nationalbank mit kurzfristigen Geldmarktgeschäften Einfluss nehmen, ohne dabei eine unerwünschte Feinsteuerung zu betreiben.

Geldpolitik ist letztlich nicht nur eine wirtschaftliche, sondern auch eine gesellschaftliche Herausforderung. Die konsequente Berücksichtigung von

Lehre und Erfahrung ist eine notwendige, aber keine hinreichende Voraussetzung für den Erfolg. Entscheidend ist eine grundlegende, in der Gesellschaft breit verankerte Einsicht in die Bedeutung der gesamtwirtschaftlichen Stabilität für eine ausgewogene und damit nachhaltige Entwicklung.

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

Im zu Ende gehenden Jahr hat die wirtschaftliche Entwicklung eine Kraft entfaltet, die uns alle überrascht hat. Das trifft sowohl für die Weltwirtschaft als auch für die schweizerische Wirtschaft zu. In Bezug auf die Weltwirtschaft bleibt die Tatsache beunruhigend, dass noch immer rund 20% der Weltbevölkerung rund 80% der weltwirtschaftlichen Leistung erbringen und auch verbrauchen. Das in diesen Grössenordnungen zum Ausdruck kommende Ungleichgewicht wird durch die demografischen und ökologischen Tendenzen akzentuiert.

In Bezug auf die Schweiz darf ohne Einschränkung festgestellt werden, dass sich unsere Wirtschaft in einer ausgezeichneten, bemerkenswert ausgewogenen Verfassung befindet.

Mit dem neuen Aufschwung wurde eine unüblich lange Stagnationsphase abgeschlossen. Ihr war in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre eine Periode starker Expansion vorausgegangen. In der Folge waren nicht wenige Altlasten – vor allem in Bauwirtschaft, Landwirtschaft und Tourismus – zu bewältigen. Dazu kamen Probleme konjunktureller Art. Zu nennen sind im konjunkturellen Bereich die Wirtschaftslage in den Partnerländern, die öffentlichen Finanzen, die Entwicklung der Wechselkurse und nicht zuletzt der intensive Wettbewerb. Im strukturellen Bereich wirkten sich die Folgen einer strukturerhaltenden Arbeitsmarktpolitik, der ungenügende Wettbewerb in Teilen der Binnenwirtschaft, der technologische Fortschritt sowie die zunehmende zwischenstaatliche Verflechtung aus. Die wirtschaftliche Erholung im Ausland, nachhaltige strukturelle Anpassungen, die der Flexibilität sowohl der

Arbeitgeber als auch der Arbeitnehmer ein gutes Zeugnis ausstellen, sowie günstige monetäre Rahmenbedingungen führten in der Folge einen neuen Aufschwung herbei.

Für das zu Ende gehende Jahr rechnen wir mit einem realen Wachstum von gut 3%, was im Vorjahresvergleich einer Verdoppelung entspricht.

Die Arbeitslosenquote ist erstaunlich rasch auf unter 2% gesunken. Damit besteht praktisch wieder Vollbeschäftigung. Besonders ausgeprägt ist der Mangel an qualifizierten Arbeitnehmern. Gleichzeitig gibt es allerdings auch Menschen, die Mühe haben, sich in einer dynamischen Arbeitswelt zurechtzufinden.

Es bleibt bemerkenswert, dass die wirtschaftlichen Probleme der Schweiz weder branchen- noch regionenspezifisch sind. Die Trennlinie zwischen positiven und negativen Entwicklungen verläuft vielmehr quer durch die Wirtschaftslandschaft. Entscheidend bleibt die Leistung im Sinne von Innovation, Flexibilität und Produktivität.

Die Gewährleistung günstiger Rahmenbedingungen durch die Wirtschaftspolitik sowie deren sinnvolle Nutzung durch die wirtschaftenden Menschen sind dauernde Herausforderungen. So sind die Bemühungen um gesunde öffentliche Haushalte fortzusetzen. Das gilt auch für die Förderung des Wettbewerbes. Dieses Anliegen wird allerdings dadurch erschwert, dass weite Kreise dem Wettbewerbsgedanken noch immer skeptisch gegenüberstehen. Es ist offensichtlich noch nicht gelungen, in genügendem Masse verständlich zu machen, dass das freie Spiel der Marktkräfte beim Einsatz der Produktionsmittel durchaus geeignet ist, Wohlstand und damit auch Wohlfahrt zu schaffen. Das setzt allerdings ein stabiles gesamtwirtschaftliches Umfeld voraus.

Die am Landesindex der Konsumentenpreise gemessene Teuerung wird im laufenden Jahr gut 1.5% betragen. Sie bleibt damit in dem Bereich, den wir mit

Preisstabilität gleichsetzen. In diesem Jahr wurde die Teuerung vor allem vom Anstieg des Erdölpreises beeinflusst. Die von Sondereinflüssen bereinigte sogenannte Kernteuerung wird weniger als 1% betragen.

Vor einem Jahr haben wir eine Straffung der geldpolitischen Zügel in Aussicht gestellt. In der Folge hat uns die skizzierte Entwicklung veranlasst, rascher und nachhaltiger zu reagieren als ursprünglich vorgesehen war. In der Absicht, die Preisstabilität auch mittelfristig zu wahren, haben wir in der ersten Jahreshälfte das Zielband für den massgebenden Dreimonatssatz in drei Schritten auf 3 – 4% angehoben. Mit geringen Schwankungen bewegt sich der Satz in der Mitte des Bandes. Damit hat er sich innert Jahresfrist rund verdoppelt.

Die ersten Erfahrungen mit dem angepassten geldpolitischen Konzept sind positiv. Vor allem zwei Aspekte möchte ich hervorheben. Einmal hat der interne Prozess der Meinungsbildung eine Vertiefung erfahren. Sodann ist es einfacher geworden, die Tatsache zu kommunizieren, dass die Entscheidungsfindung auf sehr breiter Grundlage erfolgt, indem sie alle massgebenden Tatbestände und Überlegungen berücksichtigt.

Wir werden in absehbarer Zeit Studien publizieren, die vermehrt Aufschluss über unsere Prognosetätigkeit geben. Allerdings ist vor übertriebenen Erwartungen zu warnen. Ein breit abgestützter Ansatz, bei dem verschiedene Modelle und Indikatoren berücksichtigt werden, wird es kaum je ermöglichen, die Prognosen vollständig nachzuvollziehen. Das gilt natürlich auch für andere Notenbanken, welche Prognosen veröffentlichen. Für die Transparenz der Geldpolitik ist es deshalb besonders wichtig, dass die Entscheidungen und die Überlegungen, auf denen sie beruhen, klar erläutert werden.



#### 4. Die Währungspolitik

Die monetären Rahmenbedingungen sind nicht nur durch den Zinsanstieg, sondern auch durch die Befestigung des Frankens etwas restriktiver geworden. Diese Akzentuierung ist unter den gegenwärtigen Umständen nicht unerwünscht.

Im Währungsbereich hat auch uns im laufenden Jahr die Entwicklung des Euro besonders beschäftigt.

Rückblickend ist festzuhalten, dass der Übergang zur Europäischen Währungsunion alles in allem gut gelungen ist. Sowohl bei der Formulierung als auch bei der Umsetzung der gemeinschaftlichen Geldpolitik hat sich die Zusammenarbeit gut eingespielt. Das ist nicht zuletzt deshalb bemerkenswert, weil das politische und wirtschaftliche Umfeld den Anfang nicht erleichtert hat. Vor allem ist es gelungen, den Binnenwert der neuen europäischen Währung zu wahren. An diesem positiven Befund ändert der Eindruck nichts, dass in jüngerer Zeit sachliche und auch mentalitätsmässige Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern vermehrt spürbar geworden sind.

Bekanntlich hat der Aussenwert des Euro zunehmend zur Schwäche tendiert. Ein Grund dafür ist die unterschiedliche konjunkturelle Entwicklung in den USA und in den der Währungsunion angeschlossenen Staaten. Noch gewichtiger ist aber wohl das latente Misstrauen in die Fähigkeit der massgebenden europäischen Länder, ihre Rahmenbedingungen den Erfordernissen einer ausgewogenen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung entsprechend anzupassen.

Für das weitere Geschehen wird bedeutsam sein, dass die einzelnen Staaten mit der Fixierung der Wechselkurse auf ein Element der Flexibilität ihrer Wirtschaftspolitik verzichtet haben. Unterschiede in der wirtschaftlichen Entwicklung konnten früher bis zu einem gewissen Grade über die flexiblen Wechselkurse ausgeglichen werden. Der Verlust dieser Möglichkeit ist deshalb

problematisch, weil viele der in Frage stehenden Länder schon heute unter einem Mangel an Flexibilität leiden.

Bei der Beurteilung der Entwicklung des Euro muss man sich letztlich bewusst sein, dass die aussenwirtschaftliche Verflechtung des Euroraumes relativ gering ist. Dazu kommt, dass eine schwache Währung die wirtschaftliche Erholung bis zu einem gewissen Grade erleichtert. Sie erhöht allerdings auch die Gefahr der importierten Teuerung. Nicht zuletzt besteht das Risiko, dass eine schwache Währung eine Eigendynamik entfaltet, die schwer kontrollierbar werden kann.

Für die Schweiz hatte die Einführung des Euro bisher eine graduelle, aber noch keine grundlegende Veränderung des Umfeldes zur Folge. In erster Linie bleibt das Bestreben wichtig, das eigene Haus in Ordnung zu halten.

Bei der geldpolitischen Entscheidungsfindung bleibt die Berücksichtigung der Wechselkurse ein wichtiges Anliegen. Der Wechselkurs beeinflusst die Preisentwicklung direkt über die Preise der Importgüter und indirekt über seine Auswirkungen auf Produktion und Beschäftigung. Wir haben allerdings unsere Politik nie ausschliesslich auf diesen Indikator abgestützt und werden das auch in Zukunft nicht tun.

Die Aussichten dafür sind gut, dass sich zwischen der Schweiz und dem Euroraum mittelfristig eine Konvergenz nachhaltiger Stabilität ergeben wird. Das ist die entscheidende Voraussetzung für tendenziell stabile Wechselkurse. Sollten sich bei der Verwirklichung der Europäischen Währungsunion aber Schwierigkeiten ergeben, dann müsste mit Turbulenzen gerechnet werden. In diesem Fall hätten wir die Möglichkeit, einem Aufwertungsdruck auf den Schweizerfranken mit der Lockerung der Geldpolitik entgegenzuwirken. Dabei könnten wir allerdings mit der stabilitätspolitischen Ausrichtung des geldpolitischen Kurses in Konflikt geraten. Das entspricht unserer alten Erfahrung, dass wir in Bezug auf unsere internationalen Währungsbeziehungen wohl über einen gewissen Handlungsspielraum verfügen, der aber nicht unbegrenzt ist.

## **5. Wirtschaftliche Aussichten und Geldpolitik im kommenden Jahr**

Das Wirtschaftswachstum der Industrieländer dürfte sich in den kommenden Jahren abflachen. In den Vereinigten Staaten sehen wir Anzeichen einer ausgeprägten Dämpfung der Dynamik. Auch in der Europäischen Union wird das Wachstum kaum mehr das in diesem Jahr verzeichnete Ausmass erreichen. Die Verlangsamung ist sowohl auf die Straffung der Geldpolitik als auch auf die Erhöhung des Ölpreises zurückzuführen. Das reale Wachstum wird sich in diesen Wirtschaftsräumen dem Potenzialwachstum annähern, so dass die Gefahr einer konjunkturellen Überhitzung und damit eines unerwünschten Teuerungsanstieges geringer wird.

Für die schweizerische Wirtschaft erwarten wir in den kommenden Jahren ein schwächeres, aber immer noch breit abgestütztes Wachstum. Es dürfte im nächsten Jahr gut 2% und im Jahr 2002 rund 1.5% betragen. Da für die absehbare Zukunft keine Anzeichen für eine Gefährdung der Preisstabilität erkennbar sind, haben wir uns entschieden, die bisherige Geldpolitik weiterzuführen und somit das Zielband für den massgebenden Dreimonatssatz bis auf weiteres unverändert zu belassen. Wir verfügen damit über genügend Handlungsfreiheit, um sach- und zeitgerecht auf alle denkbaren Entwicklungen reagieren zu können.

Unsere neueste Inflationsprognose bestätigt im Wesentlichen den Teuerungsverlauf, wie wir ihn bereits Mitte Jahr vorausgesagt hatten. Bei einem unveränderten Zielband für den Dreimonatssatz dürfte die Teuerung im kommenden Jahr leicht über 2% ansteigen und im Verlaufe des Jahres 2002 wieder unter diese Marke fallen. Diese Prognose berücksichtigt die vor kurzem erfolgte Korrektur des Landesindex der Konsumentenpreise, die unsere Überlegungen allerdings kaum beeinflusst hat.

Unsere Inflationsprognose beruht wie gesagt auf der Annahme eines für den Prognosezeitraum unveränderten Dreimonatssatzes. Sie unterscheidet sich damit von den Voraussagen der meisten Prognoseinstitute, die auch den künftigen Kurs der Geldpolitik abschätzen und dessen Auswirkungen bei der Prognose berücksichtigen.

Die Inflation für drei Jahre voraussagen, ist nicht einfach. Viele Einflüsse, die das Geschehen in diesem Zeitraum beeinflussen werden, sind nach Art und Umfang noch nicht bekannt. Es ist deshalb unvermeidlich, dass Prognosefehler gemacht werden. Gerade solche Fehler können aber Hinweise auf wirtschaftliche Entwicklungen geben, die für die Entscheidungsfindung wichtig sind.

## **6. Ausblick**

Als Zeitgenossen fällt es uns nicht leicht, das aktuelle Geschehen in den grösseren Zusammenhang einzuordnen. Wir übersehen gerne, dass es lediglich eine Episode zwischen Vergangenheit und Zukunft ist.

In den vergangenen Jahrzehnten haben wir eine enorme wirtschaftliche und gesellschaftliche Entwicklung erlebt. Wohlstand und Wohlfahrt haben sich in zuvor ungeahnter Masse erhöht und ausgebreitet. Offensichtlich wurden damit aber nicht alle Probleme gelöst. Nicht wenige Mitmenschen bekunden Mühe mit dem Rhythmus der Entwicklung. Der gemeinschaftliche Zusammenhalt ist lockerer geworden. Die Belastung der Umwelt bleibt ein wichtiges Problem. Nicht zuletzt hat die Erfahrung gezeigt, dass die internationale Verflechtung der Staaten nicht nur Chancen, sondern auch Risiken mit sich bringt.

Auf absehbare Zeit werden wir mit den Problemen einer reifen Gesellschaft konfrontiert sein. Wir müssen noch lernen, mit dem Wohlstand zu leben. Ob der Genugtuung über das Erreichte dürfen wir nicht vergessen, was es brauchte,

um so weit zu kommen und was weiterhin notwendig sein wird, um den Bestand zu wahren und zu mehren.

Im Gesamtinteresse des Landes geht es darum, eine Entwicklung anzustreben, die Freiheit, Sicherheit und Wohlfahrt in hohem Masse gewährleistet. Im wirtschaftlichen Bereich brauchen wir dafür ein angemessenes Wachstum bei hoher Beschäftigung und geringer Teuerung. Geldpolitik, Finanzpolitik, Wettbewerbspolitik und nicht zuletzt die Bildungspolitik müssen günstige Rahmenbedingungen für die wirtschaftenden Menschen schaffen. Innovation, Flexibilität und Produktivität bleiben für die Leistungsfähigkeit der Wirtschaft entscheidend. Die dafür notwendigen laufenden Anpassungen müssen aber in einer Art und Weise vorgenommen werden, die den gemeinschaftlichen Zusammenhalt nicht gefährdet.

Über die Grundsätze einer marktwirtschaftlich orientierten, auch soziale und ökologische Anliegen berücksichtigenden Wirtschaftspolitik besteht heute weitgehende Übereinstimmung. Probleme gibt es weniger im konzeptionellen Bereich als bei der Umsetzung. Grundsätzlich ist sowohl bei der Gestaltung als auch bei der Umsetzung der Politik eine aktive Beteiligung möglichst breiter Kreise der Gemeinschaft anzustreben. Nur so sind sachgerechte, aber auch konsensfähige Lösungen möglich: Im Gesamtinteresse des Landes!