

**Was kann die Schweizerische Nationalbank  
für die Wirtschaft tun?**

Referat von

Dr. Jean-Pierre Roth

Präsident des Direktoriums der  
Schweizerischen Nationalbank

Zürcher Volkswirtschaftliche Gesellschaft

Zürich

Mittwoch, 10. April 2002

## **Einleitung**

Sehr geehrte Damen und Herren

Es freut mich sehr, heute vor der Zürcher Volkswirtschaftlichen Gesellschaft sprechen zu können. Ich möchte diese Gelegenheit benutzen, um unter dem Titel "Was kann die Schweizerische Nationalbank für die Wirtschaft tun?" verschiedene Aspekte der schweizerischen Geldpolitik zu erörtern.

Die Frage, was eine Notenbank für die Volkswirtschaft tun kann, ist nicht neu. Sie wird gewiss auch nicht von allen Leuten gleich beantwortet. Unterschiede in der persönlichen Interessenlage spielen ebenso eine Rolle wie unterschiedliche Vorstellungen über volkswirtschaftliche Zusammenhänge. Ausserdem sehen wir immer wieder, wie sich die öffentliche Meinung über die Jahre verändern kann. In Zeiten hoher Inflation findet eine Notenbank für die Aufgabe, die Preisstabilität wiederherzustellen, in der Regel breite Unterstützung. Ist die Teuerung aber tief und lässt sich keine akute Inflationsgefahr ausmachen, stellen sich viele rasch einmal die Frage, ob Notenbanken nicht mehr für die Wirtschaft tun können als bloss die Preisstabilität zu erhalten. Die Frage, was die Nationalbank für die Wirtschaft tun kann, gleicht damit über weite Strecken der Frage nach den Möglichkeiten und Grenzen der Geldpolitik.

Ich möchte mit einigen grundsätzlichen Einsichten über die Geldpolitik beginnen, über die weit herum Einigkeit herrscht. Dann gehe ich darauf ein, weshalb es die Nationalbank in den letzten bald dreissig Jahren - mit Ausnahme einer kurzen Zeitperiode in den Jahren 1978/79 - immer vermieden hat, dem Wechselkurs die Priorität einzuräumen. Schliesslich will ich unser geldpolitisches Konzept und die Rolle, die der Wechselkurs darin spielt, erläutern und einige Bemerkungen zur aktuellen Wirtschaftslage anbringen.

### **1. Weshalb räumen Notenbanken der Preisstabilität die Priorität ein?**

Inflation und Deflation sind monetäre Phänomene – dies ist ein Grundsatz, der kaum umstritten ist. Inflation und Deflation können somit im Prinzip verhindert werden, wenn die Notenbanken eine geeignete Geldpolitik führen.

Die empirische Evidenz für diesen Grundsatz ist überwältigend, und zwar unabhängig davon, ob wir verschiedene Länder oder verschiedene Epochen betrachten. In der Schweiz hatten wir in den letzten Jahren zwar keine nennenswerte Inflation mehr. Doch der Zeitraum mit hohen Inflationsraten liegt noch gar nicht so weit zurück. Von Anfang der

siebziger bis zum Anfang der neunziger Jahre erlebten wir drei Inflationszyklen. Auf einen massiven Anstieg des Geldmengenwachstums folgte in jedem dieser Zyklen jeweils ein deutlicher Anstieg der Inflation. Die monetäre Expansion erfolgte zwar aus unterschiedlichen Gründen, doch blieben sich die nach zwei bis drei Jahren feststellbaren Auswirkungen auf die Preise ähnlich. Auf dem Höhepunkt des ersten Zyklus im Dezember 1973 betrug die Jahresinflationsrate nahezu 12 Prozent, auf dem Höhepunkt des zweiten im September 1981 7 ½ Prozent und auf dem Höhepunkt des dritten im Juni 1991 gut 6 ½ Prozent. Die Inflation bildete sich zwar in allen drei Fällen zurück, nachdem die monetäre Expansion abgebremst worden war. Aber jedesmal mussten die von der Inflation verzerrten Wirtschaftsstrukturen mit hohen Sozialkosten bereinigt werden.

Grosse Einigkeit herrscht auch darüber - und ich komme damit zur zweiten grundsätzlichen Einsicht -, dass mit einer expansiven Geldpolitik keine bleibenden Produktions- oder Beschäftigungsgewinne erzielt werden können. Dass Inflation ein willkommenes Schmiermittel für die Wirtschaft sei und damit ein höheres langfristiges Wirtschaftswachstum ermögliche, diese Auffassung ist heute klar widerlegt. Zwar wird eine expansive Geldpolitik in der Regel zunächst die Produktion und die Beschäftigung stimulieren, doch sind diese Wirkungen flüchtig. Was langfristig bleibt, sind allein die Inflation und deren negative Auswirkungen auf die Volkswirtschaft. Diese negativen Auswirkungen sind oft beschrieben worden. Sie sind teilweise aber schwer zu quantifizieren. In den letzten Jahren haben Untersuchungen für verschiedene Länder indessen gezeigt, dass bereits moderate Inflationsraten wegen der fehlenden Indexierung der Steuersysteme beträchtliche volkswirtschaftliche Kosten verursachen.

Aus der Überlegung, dass Inflation kostspielig ist und die Geldpolitik langfristig nur die Preisentwicklung, nicht aber das Wirtschaftswachstum beeinflussen kann, ergibt sich die Priorität des Ziels der Preisstabilität. Wenn es einer Notenbank gelingt, die Preisstabilität zu erhalten, so hat sie für die Volkswirtschaft bereits viel erreicht. Ein stabiler monetärer Rahmen erlaubt es den Firmen und Haushalten, ihre Entscheide auf einer verlässlicheren Grundlage zu treffen, ihre Inflationserwartungen zu verankern. Es ist dann an ihnen, das Beste daraus zu machen.

Preisstabilität als prioritäres Ziel bedeutet nun allerdings nicht, dass die konjunkturelle Entwicklung keine Rolle spielt. Die Konjunktur läuft der Preisentwicklung in der Regel voraus. Zudem haben monetäre Impulse einen erheblichen Einfluss auf Produktion und Beschäftigung - auch wenn dieser nur vorübergehend ist. Notenbanken beachten die konjunkturelle Entwicklung daher sehr wohl, und sie reagieren auch darauf. Weicht die

Inflation beispielsweise vom Zielwert ab, verzichten sie oft darauf, diese sofort und um jeden wirtschaftlichen Preis wieder in den Bereich der Preisstabilität zu bringen. Die im Rahmen der Totalrevision des Nationalbankgesetzes vorgeschlagene Formulierung des Notenbankauftrages widerspiegelt diese Auffassung gut. «Die Nationalbank gewährleistet die Preisstabilität», heisst es im ersten Satz. Und gleich danach: «Dabei beachtet sie die konjunkturelle Entwicklung».

Noch ein Wort zur Definition der Preisstabilität. Mit dem allgemeinen Rückgang der Inflationsraten ist eine verhältnismässig präzise Definition der Preisstabilität für viele Notenbanken dringlicher geworden. Auch wir sind diesem Bedürfnis nachgekommen. Wir definieren Preisstabilität heute als eine am Landesindex der Konsumentenpreise gemessene Teuerung von weniger als 2%. Mit dieser Definition, die derjenigen der EZB entspricht, wollen wir zwei Dinge zum Ausdruck bringen:

- Erstens zielen wir nicht auf einen bestimmten Pfad des Preisniveaus ab. Hohe Inflationsraten müssen in den folgenden Jahren nicht kompensiert werden. Was vorbei ist, ist vorbei. Es genügt, dass die jährliche Inflationsrate wieder in den Bereich von 0 - 2% zurückgeführt wird. Ich räume ein, dass dies im Vergleich zu einer Definition, die sich am Pfad des Preisniveaus orientiert, eine schwächere Form der Preisstabilität ist. Der Grund für unsere Wahl liegt im Wesentlichen darin, dass wir glauben, dass damit geringere Produktions- und Beschäftigungsschwankungen verbunden sind.
- Zweitens setzen wir Preisstabilität nicht mit Nullinflation gleich. Die positive Zielteuerung lässt sich vor allem damit begründen, dass der Konsumentenpreisindex die wahre Teuerung aufgrund von Qualitätsverbesserungen bei den Produkten des Warenkorbes leicht überschätzt.

## **2. Kann die Nationalbank nicht mehr für die Wirtschaft tun?**

Kann die Notenbank für die Wirtschaft wirklich nicht mehr tun, als ihr einen stabilen monetären Rahmen zur Verfügung zu stellen? Wir werden, Sie können es sich denken, immer wieder mit dieser Frage konfrontiert. Weil heute Preisstabilität herrscht, macht sich die Hoffnung breit, dass damit Freiraum zur Verfolgung weiterer Ziele besteht. In unserem Lande steht in diesem Zusammenhang immer wieder der Wechselkurs im Zentrum der Diskussion. Dazu tragen die Wechselkursschwankungen, aber auch die langfristige Aufwertung des Frankens bei. Da die schweizerische Wirtschaftspolitik zudem kaum über Instrumente verfügt, die in Phasen schwacher Konjunktur rasch und wirksam zum Einsatz

gebracht werden können, werden Wechselkursmanipulationen von einigen Kommentatoren immer wieder als quick fix für die Probleme der schweizerischen Volkswirtschaft befürwortet.

Ich werde später detaillierter darauf eingehen, welche Rolle der Wechselkurs im Konzept der Nationalbank spielt. Um Missverständnissen vorzubeugen, möchte ich allerdings bereits hier betonen, dass wir dem Wechselkurs bei unserer geldpolitischen Lagebeurteilung einen hohen Stellenwert beimessen und somit auch auf den Wechselkurs reagieren. An dieser Stelle geht es also zunächst allein um die Frage, weshalb die Nationalbank nicht alles daran setzt, bei einer Konjunkturflaute den Franken zu schwächen.

Die Haltung der Nationalbank wird verständlich, wenn wir uns vor Augen führen, was der Wechselkurs ist: Der Wechselkurs ist ein Marktpreis, der die Erwartungen über die zukünftigen Aktionen der Notenbanken widerspiegelt. Beim Frankenkurs des Euro beispielsweise sind es Erwartungen über den geldpolitischen Kurs der Nationalbank und der EZB. Was der Markt bezüglich der Geldpolitik im Euroraum erwartet, können wir nicht beeinflussen. Wenn wir auf den nominellen Wechselkurs nachhaltig Einfluss nehmen wollen, müssen wir also bei den Erwartungen des Marktes über unseren eigenen geldpolitischen Kurs ansetzen.

Dies ist allerdings ein riskantes Unterfangen, denn diese Erwartungen über den zukünftigen geldpolitischen Kurs der Nationalbank werden nachhaltig von unserem Ziel, die Konsumententeuerung unter 2% zu halten, beeinflusst. Wenn wir also den Frankenkurs senken wollen, so müssen wir letztlich unser prioritäres Ziel aufgeben, die Preisstabilität zu erhalten. Wir müssen mit anderen Worten zu einer expansiven Geldpolitik übergehen, welche die Inflationserwartungen steigen lässt. Es steht damit viel auf dem Spiel. Und es sollte deshalb nicht überraschen, dass wir seit dem Zusammenbruch des Festkurssystems von Bretton Woods im Jahre 1973 nur einmal, unter ausserordentlichen Verhältnissen im Herbst 1978, zum Mittel einer kompromisslosen Wechselkurspolitik griffen.

Die enge Beziehung zwischen geldpolitischem Kurs, den entsprechenden Markterwartungen und dem Wechselkurs macht deutlich, dass ein rein verbales Herabreden des Wechselkurses, das viele Wirtschaftskreise immer wieder von uns erwarten, auch kurzfristig nur selten Erfolg erzielen kann. Und eine nachhaltige Beeinflussung des nominellen Wechselkurses verlangt einen glaubwürdigen geldpolitischen Kurswechsel. Die Märkte wollen letztlich Fakten nicht Worte!

Ein Teil der Diskussion um den Wechselkurs dreht sich weniger um das Niveau des Frankenkurses als um dessen Schwankungen. Deshalb als nächstes die Frage, ob es sinnvoll wäre, den Wechselkurs permanent zu fixieren. Dies ist ein bekanntes Thema, und die Argumente sind schon oft ausgetauscht worden. Daher hier nur kurz.

Der Hauptvorteil eines festen nominellen Wechselkurses wird häufig darin gesehen, dass damit gleichzeitig auch die Volatilität des realen, d.h. um die unterschiedliche Inflationsrate zwischen den Ländern bereinigten Wechselkurses reduziert werden kann. Dieser Zusammenhang ist empirisch gut bestätigt, stimmt aber natürlich nicht in jedem Fall. Dass die Unterschiede relativ klein sein können, zeigt beispielsweise ein Vergleich zwischen der Schweiz und den Niederlanden seit Anfang 1999, dem Datum der Einführung des Euro. Von Januar 1999 bis Januar 2002 ist der Franken real gegenüber dem Euro um 5% gestiegen. Im gleichen Zeitraum stiegen die Konsumentenpreise in den Niederlanden um 4,5% stärker als im gesamten Euroraum. Die Situation der schweizerischen und der holländischen Exporteure gegenüber ihren Konkurrenten im Euroraum hat sich also seit Anfang 1999 durchaus ähnlich entwickelt, obwohl die Schweiz einen flexiblen nominellen Wechselkurs hat, während die Niederlande im Euroraum integriert sind. Feste Wechselkurse und stabile Wettbewerbsfähigkeit gehen nicht unbedingt Hand in Hand!

Ein weiterer Punkt, der im Zusammenhang mit festen Wechselkursen beachtet werden muss, ist das Problem spekulativer Attacken. Durch die Erfahrungen der neunziger Jahre sind Wechselkurse, die im Prinzip fest sind, aber durch diskretionäre Paritätsänderungen angepasst werden können, weitherum diskreditiert worden. Als Folge davon hat sich die Wahl im Wesentlichen auf zwei Möglichkeiten reduziert: Entweder flexible Wechselkurse oder eine feste Bindung wie sie durch ein Currency Board oder noch besser durch eine Währungsunion erreicht werden kann. Diese Schlussfolgerungen basieren zwar auf der Erfahrung von Ländern, die sich von der Schweiz teilweise deutlich unterscheiden. Sie sind aber für uns von besonderer Bedeutung, da der Franken eine internationale Währung ist.

Kann man in Bezug auf die Gefahr spekulativer Attacken noch geteilter Meinung sein, so gilt dies kaum mehr für die Wirkungen fester Wechselkurse auf die Zinssätze. Würde die Nationalbank den nominellen Wechselkurs stabilisieren, so müsste sich das schweizerische Zinsniveau an das ausländische angleichen. Die Geldpolitik würde damit nicht mehr in Zürich, sondern in Frankfurt gemacht. Die Nationalbank hätte keine Möglichkeit mehr, die Zinssätze so zu setzen, wie dies im Hinblick auf die Konjunktur- und Teuerungsentwicklung in der Schweiz angemessen ist.

Eine Angleichung des schweizerischen Zinsniveaus an das ausländische würde sich daraus ergeben, dass das Wechselkursrisiko unter festen Wechselkursen kleiner ist und im Extremfall einer völlig glaubwürdigen Wechselkursbindung ganz wegfällt. Allfällige verbleibende Zinsdifferenzen widerspiegeln im Wesentlichen das Schuldnerisiko oder politische Risiken. Wie die Angleichung der Renditen der Staatsanleihen der Euroländer eindrucksvoll demonstriert, fällt dieser Faktor nicht gross ins Gewicht.

Die Zinsdifferenz würde bei einer glaubwürdigen Fixierung über das ganze Laufzeitenspektrum verschwinden. Das hätte für die Schweiz vor allem bei den langfristigen Zinssätzen Konsequenzen. Die langfristigen Zinssätze der Schweiz liegen seit Jahren praktisch immer deutlich tiefer als die ausländischen. Dies gilt auch gegenüber der Bundesrepublik Deutschland, die über die letzten zwei bis drei Jahrzehnte eine ähnliche durchschnittliche Inflation aufweist wie die Schweiz. Zwar ist die Zinsdifferenz heute nicht mehr so gross wie in Phasen, in denen die Unsicherheit über die Inflationsentwicklung stärker war. Gemessen an den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen beträgt sie aber immer noch rund 1,5 Prozentpunkte.

Mit einer stabilitätsorientierten Politik haben wir also tiefe Inflationsraten und tiefe Zinssätze erreicht. Das sind gute Voraussetzungen für die langfristige Entwicklung der Wirtschaft - Voraussetzungen, um die uns einige Länder beneiden dürften.

Damit möchte ich meine generellen Überlegungen zur Wechselkursproblematik schliessen und mich der Geldpolitik der Nationalbank zuwenden.

### **3. Wie implementieren wir die Geldpolitik?**

Das aktuelle Konzept unserer Geldpolitik besteht seit Ende 1999. Es beruht auf drei Elementen. Die erwähnte Definition der Preisstabilität als Teuerung von weniger als 2%. Eine Inflationsprognose über die nächsten zwölf Quartale, die unter der Annahme eines konstanten kurzfristigen Zinssatzes gemacht wird. Und schliesslich ein Zinszielband für den kurzfristigen Zinssatz, den dreimonatigen Schweizer Franken Libor. Sowohl die Inflationsprognose als auch das Zinszielband werden öffentlich bekanntgegeben und tragen damit zur Transparenz der Geldpolitik bei. Wir hoffen, dass damit die Erwartungsbildung der Marktteilnehmer erleichtert wird. Dies wiederum würde die Effizienz der Geldpolitik erhöhen.

Wir haben unser geldpolitisches Konzept bei verschiedenen Gelegenheiten erläutert. Deshalb hier nur der Leitgedanke. Zentral ist die Inflationsprognose, die dem Ziel der

Preisstabilität gegenüber gestellt wird. Die daraus resultierenden Schlussfolgerungen sind rasch erklärt. Wenn die auf dem aktuellen Zinssatz basierende Inflationsprognose über dem Bereich der Preisstabilität liegt, sollten wir die Geldpolitik straffen, d.h. den kurzfristigen Zinssatz erhöhen. Umgekehrt sollten wir den Zinssatz senken, wenn die prognostizierte Inflation unter dem Ziel der Preisstabilität liegt.

Die Nationalbank ist sich bewusst, dass die Inflation, liegt sie einmal über 2% (oder unter 0%), nicht sofort in den Bereich der Preisstabilität zurückgeführt werden muss. Dies ergibt sich allein schon daraus, dass die Preise nur langsam auf Veränderungen der Geldpolitik reagieren. Will eine Zentralbank sehr rasche Erfolge bei der Inflationsbekämpfung sehen, läuft sie deshalb Gefahr, die Wirtschaft zu destabilisieren.

Es ist wichtig, dass die Märkte unsere Inflationsprognose richtig interpretieren. Deshalb muss betont werden, dass sie nicht einfach das Resultat einer Modellsimulation ist. Vielmehr beruht sie auf einer breiten Diskussion aller zur Verfügung stehenden Fakten und Indikatoren. Weiter ist zu beachten, dass die Inflationsprognose der Nationalbank nicht mit den Inflationsprognosen der Konjunkturforschungsinstitute und der Internationalen Institutionen (wie OECD oder Währungsfonds) vergleichbar ist. Unsere Prognose basiert auf der Annahme eines über den Prognosehorizont konstanten kurzfristigen Zinssatzes, während die anderen Prognosen die Reaktion der Notenbank und damit den kurzfristigen Zinssatz mitprognostizieren. Ausserdem ist unser Prognosehorizont länger. In der Regel ist die Annahme eines konstanten Zinssatzes sicher unrealistisch. Sie hat aber den Vorteil, dass wir uns bei unseren Diskussionen im Direktorium auf das Wesentliche, d.h. den aktuellen Zinsentscheid konzentrieren können.

Wir sind uns sehr wohl bewusst, dass Prognosen mit grossen Unsicherheiten verbunden sind. Wenn wir sie dennoch ins Zentrum unseres Konzepts stellen, so deshalb, weil das Preisniveau auf monetäre Impulse träge reagiert. Zwischen einer Veränderung der Geldpolitik und deren Wirkung auf das Preisniveau vergehen in der Schweiz durchschnittlich drei Jahre. Die Geldpolitik muss also vorausschauend sein. Die Inflationsprognose enthält gewissermassen den Kern der Beurteilung der Nationalbank über die künftige Situation. Es ist klar, dass wir darüber hinaus auch in Worte fassen müssen, wie sich die Lage der schweizerischen Volkswirtschaft unseres Erachtens präsentiert, was die Aussichten und die Risiken sind, kurz: welche Überlegungen unsere Beschlüsse geleitet haben. Der geldpolitische Entscheid bleibt ein Balanceakt zwischen verschiedenen Risiken, und die Inflationsprognose ist keine «Black Box», die uns mechanistisch Lösungen diktiert.



Soviel zum Konzept. Es ist Ihnen vielleicht aufgefallen, dass der Wechselkurs in dieser Beschreibung des Konzepts nicht vorgekommen ist. Richtig ist, dass er keinen gesonderten Status hat. Aber wie ich bereits eingangs betont habe, wäre es falsch zu glauben, die Nationalbank ignoriere den Wechselkurs. Wir wissen sehr wohl um die Bedeutung des Wechselkurses für die schweizerische Volkswirtschaft. Wir sind uns auch bewusst, dass starke und rasche Veränderungen des Wechselkurses die der internationalen Konkurrenz ausgesetzten Unternehmen hart treffen können.

Der Wechselkurs geht bei uns als wichtige Variable in die Inflationsprognose ein. Dies geschieht über zwei Kanäle. Zum einen beeinflusst der Wechselkurs direkt die Importpreise und wirkt damit auf den Konsumentenpreisindex. Zum anderen führen Veränderungen des nominellen Wechselkurses in der kurzen Frist auch zu Veränderungen des realen Wechselkurses. Nach wenigen Quartalen sehen wir die positive oder negative Wirkung auf die Produktion und die Beschäftigung. Solche Abweichungen der Produktion vom Potenzialoutput - die Outputlücke - beeinflussen ihrerseits die Güterpreise und damit auch den Konsumentenpreisindex.

Veränderungen des Wechselkurses beeinflussen somit über zwei Kanäle - die Importteuerung und den Konjunkturverlauf - die prognostizierte Inflation. Und da die Geldpolitik auf die Inflationsprognose reagiert, kommt auf diese Weise auch dem Wechselkurs eine erhebliche Bedeutung zu. Gegenüber einer direkt auf den Wechselkurs ausgerichteten Politik ist dies ein anspruchsvollerer Weg, was als Nachteil gewertet werden kann. Dem steht jedoch der gewichtige Vorteil gegenüber, dass die geldpolitische Autonomie gewahrt bleibt und alle damit verbundenen Vorteile wie tiefe langfristige Zinssätze und die Möglichkeit, auf die aktuelle Situation im eigenen Land reagieren zu können. Zudem wird dem Wechselkurs der Stellenwert eingeräumt, der sich aufgrund der Struktur der schweizerischen Volkswirtschaft rechtfertigen lässt.

Der Wechselkurs hat schliesslich auch in der Festlegung des operationellen Zieles seine Spuren hinterlassen. Die Nationalbank legt ein Zielband für den Dreimonate-Liborsatz des Schweizer Frankens fest. Das Zielband beträgt 1 Prozentpunkt und lässt damit eine gewisse Flexibilität zu, welche die Nationalbank zur Absorbierung kleinerer Wechselkursstörungen nutzen kann. Auch die Tatsache, dass der Zielzinssatz nicht der Tagesgeldzins, sondern der Dreimonate-Libor ist, kann dazu beitragen, Wechselkursschocks zu absorbieren.

In der Woche vor Ostern haben wir von dieser Flexibilität Gebrauch gemacht. Am Markt stieg der Druck auf den Franken. Eine weitere Höherbewertung hätte aber unseren vor

kurzem festgelegten geldpolitischen Kurs unerwünscht verschärft. Wir entschieden deshalb, unsere Reposätze leicht zu senken in der Absicht, einen tieferen Liborsatz zu erreichen. Gleichzeitig setzten wir damit ein Zeichen, dass weitere Aktionen nicht ausgeschlossen sind, sollte sich die Währungslage verschlechtern. In der Folge bildeten sich die langfristigen Zinsen und die Futures im Gleichschritt zurück. Dies zeigt, dass unsere Botschaft verstanden wurde.

#### **4. Bemerkungen zur aktuellen Lage**

Ich möchte mit ein paar Bemerkungen zur Wirtschaftsentwicklung in den letzten zwei, drei Jahren und zur aktuellen Konjunkturlage schliessen. Es wäre sicher falsch, die seit Ende der neunziger Jahre erzielten makroökonomischen Ergebnisse mit dem neuen geldpolitischen Konzept der Nationalbank in Verbindung zu bringen. Das Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Produktion widerspiegelte im Wesentlichen den wechselnden Verlauf der Weltkonjunktur. Diese schwächte sich im Laufe des Jahres 2000 zunächst leicht, dann immer deutlicher ab. Die Bewegung begann somit schon vor dem 11. September des letzten Jahres. Der hohe Grad der Synchronität wurde vor allem durch gemeinsame Schocks verursacht. Dazu gehörten die steigenden Erdölpreise im Jahre 2000 und das Platzen der Technologieblase, was in eine weitreichende Neubewertung an den globalen Aktienmärkten mündete.

In der Schweiz begann sich das Verlaufswachstum des realen Bruttoinlandprodukts ab dem ersten Quartal 2000 zurückzubilden. Es blieb aber bis Ende 2000 hoch und lag in dieser Phase immer über dem geschätzten Wachstum des Potenzialoutputs. Erst in der zweiten Jahreshälfte 2001 kam das reale BIP-Wachstum praktisch zum Stillstand (3. Quartal: -0,3%, 4. Quartal: +0,1%). Die Abschwächung kam vor allem von den Exporten und den Anlageinvestitionen. Der private Konsum blieb demgegenüber robust. Auch die Hiobsbotschaften, die letzten Herbst rasch aufeinander folgten, änderten daran nur wenig.

Die Inflation konnte immer in dem Bereich gehalten werden, den wir mit Preisstabilität gleichsetzen. Zwar beschleunigte sie sich in den Jahren 1999 und 2000, was sich auch in einem Anstieg der langfristigen Zinssätze äusserte. Im Jahre 2001 und zu Beginn dieses Jahres ging die Teuerung aber stark zurück. Dabei ist allerdings zu beachten, dass sie bei den inländischen Gütern immer noch bei 1,7% liegt. Die Gesamtteuerung fiel im März auf 0,5%. Sie wird sich voraussichtlich weiter zurückbilden. Diese Jahreszahlen geben aber ein verzerrtes Bild der effektiven Teuerungsdynamik, da sie stark von günstigen

Basiseffekten beeinflusst sind. Die sogenannte Kernteuerung, die wir aufgrund eines bereinigten Warenkorbes berechnen, ist höher. Sie beträgt gut 1%.

Im Laufe des Jahres 2001 nahm die Nationalbank die kurzfristigen Zinssätze schrittweise zurück. Wir reagierten damit auf die sich verschlechternden Wirtschaftsaussichten und den damit verbundenen Rückgang der Teuerungsgefahr. Insgesamt halbierte die Nationalbank den Mittelwert ihres Zinszielbandes von 3,5% Anfang 2001 auf 1,75% im Dezember des gleichen Jahres. Die Reduktion der kurzfristigen Zinssätze war damit weniger ausgeprägt als in den USA. Im Vergleich zur EZB senkten wir die Sätze aber deutlicher und meist auch rascher. Die Nationalbank hat somit vom geldpolitischen Spielraum, über den sie unter flexiblen Wechselkursen verfügt, Gebrauch gemacht. Die Zinsdifferenz zwischen Franken und Euro ist heute grösser als vor Jahresfrist.

Heute sehen wir, dass die Konjunktur in den USA bereits wieder nach oben weist. Der Lagerzyklus ist abgeschlossen und die Endnachfrage dürfte gestützt durch niedrige Zinssätze und höhere Staatsausgaben bald wieder deutlich anziehen. Europa dürfte mit einer gewissen Verzögerung folgen, allerdings etwas langsamer, da die vorangegangene Abschwächung ebenso wie die Stimulierung durch Geld- und Finanzpolitik weniger ausgeprägt war und ist. Das wahrscheinlichste Szenario ist, dass gegen Ende dieses Jahres wieder die normalen Wachstumspfade erreicht werden.

Wir haben an unserer Lagebeurteilung vom 21. März beschlossen, das Zinszielband unverändert bei 1,25% - 2,25% zu lassen. Wir zogen damit die Konsequenzen aus der Tatsache, dass die Konjunktur wieder Tritt gefasst hat und der hohe Frankenkurs einer rasanten Erholung Grenzen setzt. Auch wenn wir für das Jahr 2002 mit einem durchschnittlichen Wirtschaftswachstum von bloss 1% rechnen, wird das Verlaufswachstum des realen Bruttoinlandprodukts bis zum Jahresende deutlich zunehmen. Bei der Konsumententeuerung erwarten wir kurzfristig noch ein paar sehr niedrige Jahresteuerraten, so dass die Teuerung im Jahresdurchschnitt weniger als 1% betragen dürfte. Im Jahresverlauf dürften diese günstigen Basiseffekte allerdings an Einfluss verlieren und die Teuerungsrate damit wieder etwas steigen.

Insgesamt erachten wir das jetzige Niveau der kurzfristigen Zinssätze als angemessen, um einen nachhaltigen und inflationsfreien Anstieg des Wirtschaftswachstums zu ermöglichen. Sollte die Wirtschaft - wegen ungünstiger Entwicklungen im Ausland oder dem starken Schweizerfranken - weiter stagnieren und die Aussichten für die Preisentwicklung sich zusätzlich verbessern, würden wir nicht zögern, die Sätze nochmals zu senken.

## 5. Schlussfolgerungen

Ich komme zum Schluss. Was kann die Nationalbank für die Wirtschaft tun?

A cette question je dois apporter une réponse de Normand: la Banque nationale peut beaucoup et pas grand'chose.

Viel kann sie in dem Sinne, dass sie die monetären Rahmenbedingungen beeinflussen kann. Preisstabilität und die damit verbundenen tiefen Zinsen sind für unsere Wirtschaft wichtige Trümpfe. Wir verfolgen diese Strategie seit mehreren Jahrzehnten. Dank gesunder Währung, günstigem Wirtschaftsklima im Inland und initiativen Unternehmen hat unser Land heute einen hohen Wohlstand, einen hohen Beschäftigungsgrad und ist ein attraktiver Produktionsstandort.

Wenig kann sie, wenn man von der Geldpolitik erwartet, dass sie die Wettbewerbsfähigkeit aus Konjunkturüberlegungen steuert. Konjunkturpolitik mit kurzfristigen Wechselkursmanipulationen führt nur zu temporären Erfolgen und schafft neue Probleme für die Zukunft. Viele Länder um uns herum haben diese schmerzhaft Erfahrung gemacht. Wettbewerbsfähigkeit ist kein monetärer Faktor; sie ist abhängig von den Produktivitätsfortschritten, von der effizienten Organisation der Märkte im Innern unseres Landes und von unserer Fähigkeit, die Kosten unter Kontrolle zu halten. Nur so können wir das potenzielle Wachstum unserer Volkswirtschaft erhöhen und Arbeitsplätze langfristig sichern.

Es ist selbstverständlich, dass in einem Land mit grossem Aussenhandel wie der Schweiz der Wechselkurs ein wichtiges Element für die Geldpolitik ist. Mit dem Zins prägt er die monetären Rahmenbedingungen. Wir berücksichtigen den Wechselkurs in unserer Lagebeurteilung und sind bereit, mit Zinsänderungen zu reagieren, wenn eine Höherbewertung des Frankens unsere Politik unnötig verschärfen würde.