

# **Geforderte Geldpolitik**

Überlegungen zum Konzept und  
zur aktuellen Entwicklung

Prof. Dr. Bruno Gehrig  
Vizepräsident des Direktoriums  
Schweizerische Nationalbank

Gastvorlesung an der Universität St. Gallen, 24. Januar 2003

Der Zeitpunkt, über konzeptionelle Aspekte der Geldpolitik nachzudenken, ist gut gewählt. Zu Beginn des Jahres 2003 ist die weltwirtschaftliche Entwicklung durch Spannungsfelder und situative Besonderheiten geprägt, die in weiten Kreisen zu besorgten Fragen Anlass geben. Wie kann die Weltwirtschaft auf ihr Wachstumspotential zurückfinden, wenn der geldpolitische Handlungsspielraum in zwei der drei grossen Regionen ganz oder nahezu ausgeschöpft ist? Wie kann der Geist wirtschaftlicher Initiative restauriert werden, wenn es auf mehreren Ebenen an Grundvertrauen mangelt: in die geopolitische Stabilität, in die Sicherheit von Arbeitsplätzen, in die kommerziellen Chancen von Produkten, in die Ehrlichkeit von Managern? Gibt es eine konjunkturell verträgliche, stetige Korrektur der aufgebauten aussenwirtschaftlichen Ungleichgewichte, oder droht an dieser Front ein weiterer Anpassungsschock?

Der Fragen sind viele. Ich möchte im folgenden den Akzent bei der Geldpolitik setzen, mich schon von der Aktualität inspirieren lassen, aber doch die konzeptionellen Gesichtspunkte in den Vordergrund rücken.

Mein Referat ist in sechs Abschnitte gegliedert. Beginnen möchte ich mit etwas stilisierter Geschichte, Sie daran erinnern, dass Theorie und Praxis geldpolitischen Handelns verschiedene Entwicklungsschritte durchgemacht haben und in Zukunft durchmachen werden (1). Dann möchte ich mich auseinandersetzen mit dem erfreulichen Umstand, dass in allen wichtigen Ländern Preisstabilität erreicht ist und fragen, wie das mit den Zentralbanken weitergehen soll (2). Im dritten Teil befasse ich mich mit dem geldpolitischen Mandat, im speziellen mit dem Zielverhältnis von Preis- und Konjunkturstabilität (3). Der vierte Abschnitt bezieht sich auf die «Asset Price Bubbles» und den Stellenwert, der diesem Phänomen im geldpolitischen Entscheid zukommen soll (4). Daran schliessen sich einige Überlegungen zum Risiko einer deflationären Entwicklung (5). Im letzten Teil werde ich Ihnen einige Gedanken zur aktuellen Konjunkturperspektive vortragen (6).

## **1. Geldpolitik – ein stilisierter Rückblick**

Lassen Sie mich mit etwas monetärer Geschichte beginnen, indem ich – eher holzschnittartig – auf wichtige Fakten hinweise, die für die Einschätzung der Aktualität von Bedeutung sind. Eine Aktualität, die dadurch geprägt ist, dass es die meisten Länder geschafft haben, Preisstabilität zu erreichen. Das ist gewiss eine gute Nachricht, aber wir dürfen ihren historischen Stellenwert nicht überschätzen.

Inflation ist und war nie eine quasi-naturgesetzliche Zwangsläufigkeit. Obwohl wir alle in einem tendenziell inflationären Umfeld aufgewachsen sind und deshalb etwas Teuerung als Normalzustand empfinden, ist anhaltende, verbreitete Inflation ein durchaus junges Phänomen. Inflationäre Perioden waren vor dem zwanzigsten Jahrhundert die Ausnahme und nicht die Regel. Nie zuvor waren hartnäckige hohe Inflationsraten in sämtlichen Währungen der Welt so verbreitet wie im 20. Jahrhundert. Weltweit stellt der Preisanstieg in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts alle anderen inflationären Episoden in der Geschichte der Menschheit in den Schatten. Die Vorteile einer Papierwährung gegenüber einer Goldwährung mussten wahrlich teuer erkaufte werden.

Aus Gründen der Datenverfügbarkeit sei dieser für die Politiker alles andere als schmeichelhafte Befund am Beispiel der USA illustriert; die Kernaussage trifft indessen auf fast alle Länder zu.

#### *Beilage 1: Konsumgüterpreise USA 1665 – 2001*

Die am Konsumgüterpreisindex gemessene Kaufkraft blieb tendenziell bis weit ins 20. Jahrhundert hinein stabil. Inflation trat meistens und nur dann auf, wenn die Golddeckung suspendiert wurde, typischerweise aus Gründen der Kriegsfinanzierung. So wurde im Fall der USA während des Bürgerkriegs (1861 – 1865) der Goldstandard vorübergehend aufgehoben: eine deutliche inflationäre Beschleunigung war die Folge. Interessant aber, dass – vor dem 20. Jahrhundert – das Preisniveau nach Teuerungsphasen meistens wieder auf das ursprüngliche Niveau zurückfiel; auf Inflation folgte kompensierende Deflation. Nach dem 2. Weltkrieg änderte sich dieses Muster. Eine Rückkehr zum ursprünglichen Preisniveau blieb aus und wurde richtigerweise auch nie angestrebt. Im Unterschied zu den Nachkriegsgenerationen hatten die Menschen früher einige Übung im Umgang mit deflationären Phasen.

70er Jahre. Die Aufgabe der Goldanbindung des Dollars und der Zusammenbruch des Währungssystems von Bretton Woods führten in den siebziger Jahren bis hinein in die achtziger Jahre zu eklatanten inflationären Exzessen. Wachsende öffentliche Defizite mussten finanziert werden. Eine grosszügige Interpretation der Phillips-Kurve begünstigte den Irrglauben, dass durch etwas höhere Inflationsraten die Arbeitslosigkeit dauerhaft gesenkt werden könne. Schliesslich begünstigten auch die Ölpreisschocks ein Ansteigen der Preise. Zweistellige Inflationsraten waren in den meisten Industrieländern die Regel. Die erhofften positiven Wirkungen auf die Arbeitslosigkeit blieben jedoch immer mehr aus. Es wurde der Begriff der Stagflation geprägt, d.h. der mit Inflation gekoppelten Stagnation.

80er Jahre. Zu Beginn der achtziger Jahre gab die berühmte Volcker-Desinflation das Startsignal für einen weltweiten Fall der Inflationsraten. Es folgte ein Jahrzehnt fallender Inflationsraten. Hohe Teuerungsraten wurden allgemein als schädlich anerkannt. «Geldneutralität» und «rationale Erwartungen» erklärten auch theoretisch, wieso eine inflationäre Nachfragestimulierung auf die Dauer keine positiven Wirkungen haben kann.

90er Jahre. Die 90er Jahre waren die Dekade nachhaltig geringer Inflationsraten. Inflationserwartungen und Zinssätze sanken weltweit auf Tiefstwerte. Die Notenbanken gewannen an Unabhängigkeit gegenüber dem politischen Prozess. Sie bekamen in fast allen Ländern das Mandat, prioritär Kaufkraftstabilität zu sichern.

Einiges ist damit erreicht worden. Gesellschaften haben gelernt, die offensichtlichen Vorteile stoffwertloser Geldsysteme zu nutzen und gleichzeitig die noch offensichtlicheren Vorteile der Kaufkraftstabilität zu sichern, jedenfalls während einigen Jahren unserer jüngeren Vergangenheit.

## **2. Erreichte Preisstabilität – was nun?**

Damit komme ich zu meinem zweiten Abschnitt und zugleich zum Blick nach vorn. Preisstabilität ist erreicht, die meisten Zentralbanken sind recht unabhängig. Ihre Steuerungskonzepte konvergieren in augenfälliger Weise bei irgendwelchen Formen des Inflation-Targeting. Ist das – um einen Terminus von Francis Fukuyama zu benutzen – in der Geldpolitik «das Ende der Geschichte»? Wird es in der Geldpolitik nur noch um die Sicherung des Erreichten gehen? Meine kurze Antwort ist: Nein! Die Zentralbanken haben keinesfalls einen Zustand nahe des Nirwana erreicht. Sie werden sich weiter perfektionieren müssen und durch neue Entwicklungen und Wendungen gefordert sein.

Ich denke etwa an ihre Aufgaben im Bereich des Systemschutzes, denen heute zurecht ein viel prominenterer Stellenwert zukommt als früher. In diesem Bereich sind vielfältige, auch regulatorische Fehlentwicklungen möglich, weil er aufs engste mit Krisen, Ängsten und Problemen des «moral hazard» verbunden ist. Aber auch im engeren Feld der monetären Stabilität besteht kein Grund zu ambitionsloser Selbstgefälligkeit. Einschränkungen beginnen schon beim Begriff der Preisstabilität. Erfolgreich sind die Zentralbanken bei der Stabilisierung von Konsumentenpreisen. So jedenfalls verstehen die meisten ihr Mandat. Dafür gibt es gute Gründe, aber möglicherweise macht man sich damit die Aufgabe etwas zu leicht. In der Literatur meint man mit Inflation gemeinhin einen Anstieg des allgemeinen Preisniveaus. Von einer Beschränkung nur auf Konsumgüterpreise ist so gut wie nirgendwo die Rede. Gewiss sind Instabilitäten des

Konsumentenpreisniveaus etwas Schlechtes, weil sie zur Fehlallokation knapper Ressourcen und zu unbegründeten Umverteilungswirkungen führen. Allein, dieses Argument könnte doch auch auf Preise ausserhalb des Konsumbereichs bezogen werden, z.B. auf Produktionsmittel, Vorfabrikate und Finanzaktiva. Das Kapitel gesicherter Preisstabilität ist längst nicht abgeschlossen oder irgendwie abgehakt. Es bedarf weiterhin des Bemühens kritischer Ökonomen und selbstkritischer Geldpolitiker mit dem Ziel, für ihre Volkswirtschaften das Beste zu erreichen.

In dieser Optik möchte ich in den drei folgenden Abschnitten Themen zur Diskussion stellen, die sich auf die Kernaufgabe von Zentralbanken beziehen und denen – zumal bei tiefen Inflationsraten – ein erhebliches aktuelles Interesse zukommt. Ich beginne mit Überlegungen zum geldpolitischen Mandat, zum vermeintlichen Trade-off zwischen Preis- und Konjunkturstabilität. Dann wende ich mich dem für Geldpolitiker besonders schwierigen Phänomen der «Asset Price Bubbles» zu, anschliessend der Frage nach dem aktuellen Risiko eines Deflationsszenarios.

### **3. Preis- und Konjunkturstabilisierung im geldpolitischen Mandat**

Dass die Sicherung der Kaufkraftstabilität des Geldes ins Zentrum des Notenbankmandates gehört, wird ernsthafterweise durch niemanden bestritten. Es gibt unter Ökonomen in der Tat einen soliden und breiten Konsens darüber, dass ein andauernder Inflations- oder Deflationstrend im Wesentlichen ein monetäres Phänomen darstellt. Dauerhafte Abweichungen von der Preisstabilität sind immer bedingt durch das Verhalten der Geldpolitik. Daher kann nicht überraschen, dass die Sicherung der Preisstabilität in den Mandatsformulierungen aller unabhängig operierenden Zentralbanken prominent erscheint.

Dagegen fallen die Antworten auf die Frage, in welchem Masse sich Zentralbanken um Konjunktur und Wachstum kümmern sollten, recht unterschiedlich aus. In dieser faszinierenden makroökonomischen Debatte haben auch Extrempositionen Furore gemacht. So war bis in die 70er Jahre hinein die Vorstellung verbreitet, man könne, ja müsse mit monetärer und finanzpolitischer Feinsteuerung der Gesamtnachfrage systematisch Beschäftigung und reales Wachstum stimulieren. In der praktischen Wirtschaftspolitik hat sich diese aktivistische Sichtweise nicht bewährt: sie trug entscheidend zur inflatorischen Fehlentwicklung der 70er Jahre bei, die den meisten Ländern schwere Verwerfungen beschert hat. Diese Ernüchterung begründete zunehmende Skepsis gegenüber einer geldpolitischen Zielsetzung, die mehr enthielt als

die Sicherung von Preisstabilität. Die radikale dogmatische Position entstand in und mit der Theorie rationaler Erwartungen, die – in ihrer härtesten Ausprägung – der Geldpolitik jedwelche Chance abspricht, in systematischer Weise reale Effekte zu erzielen. In dieser Sichtweise hat Geldpolitik ausschliesslich nominelle Konsequenzen: Sie soll sich nur um den Trend des Preisniveaus kümmern.

Die geldpolitische Realität spielte und spielt sich zwischen den Extrempositionen ab. Dies – aber zusätzlich auch bemerkenswerte Nuancen – erkennt man an einigen gültigen Formulierungen von Zentralbankaufträgen. In den meisten Fällen, und ausnahmslos in den Gesetzen neueren Datums, kommt der Preisstabilität Priorität zu; andere Ziele, im wesentlichen die Konjunkturstabilisierung, sind der Preisstabilität untergeordnet. So steht im Artikel 105 des EG-Vertrages:

«Das vorrangige Ziel des ESZB ist es, die Preisstabilität zu gewährleisten. Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist, unterstützt das ESZB die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft». Und im Entwurf zum neuen Notenbankgesetz der Schweiz lautet die Formulierung in Art. 5: «Die Nationalbank ..... gewährleistet die Preisstabilität. Dabei beachtet sie die konjunkturelle Entwicklung».

Diese beiden Formulierungen laufen grundsätzlich auf ein duales Zielsystem hinaus: Preisstabilität und konjunkturelle Stabilisierung sind relevante Vorgaben. Allein, zwischen diesen beiden Zielen soll ein hierarchisches Verhältnis bestehen. Vorrang gebührt der Preisstabilität. Eine Politik, die kurzfristige Konjunkturreffekte um den Preis einer Abweichung vom Ziel der Preisstabilität generiert, wäre somit mandatswidrig.

Diese duale, hierarchische Zielformulierung ist eine sinnvolle, gut begründbare Konzeption. Die vorrangige Stellung der Preisstabilität hat ihre überzeugende Rechtfertigung darin, dass langfristig – d.h. nach dem Ablauf aller Anpassungsprozesse – geldpolitische Impulse sich nur auf das Preisniveau auswirken, während die Effekte auf Beschäftigung und Wachstum vorübergehender Natur sind. Der Versuch, mit andauernder monetärer Stimulierung nachhaltige Wachstumswirkungen zu erzielen, wird aller Erfahrung nach scheitern – er wird in einer inflatorischen Fehlentwicklung enden. Um ein solches Fiasko zu vermeiden, muss die Preisstabilität Vorrang haben. Dadurch wird der Spielraum, in dem die Geldpolitik für Konjunktursteuerung eingesetzt werden kann, verbindlich begrenzt. Das massgebliche Werkzeug, welches das Feld der Handlungsmöglichkeiten zu jedem Zeitpunkt definiert, ist die Inflationsprognose.

In konkreten Entscheidungssituationen sind Preis- und Konjunkturstabilität oft kompatible Ziele, ja sie bedingen sich sogar. Ein in der Hochkonjunktur entstehender Inflationsdruck gefährdet die Preisstabilität, was die Notenbank dazu bewegt, die Geldpolitik restriktiver zu gestalten und die Konjunktur zu bremsen. In einer Rezession verschwindet dieser Inflationsdruck und es können sogar deflationäre Tendenzen entstehen, was die Notenbank zwingt, eine expansive Politik zu betreiben, um das Inflationsziel nicht nach unten zu verfehlen. Es gibt somit einen bedeutenden Bereich der Harmonie zwischen beiden Zielen.

Empirisch stellen wir für fast alle Länder fest, dass es zwischen dem Niveau der Inflationsrate und der Volatilität der realen Wachstumsrate des BIP eine klar positive Beziehung gibt.

#### *Beilage 2: Inflationsrate und Wachstumsvolatilität*

Auch für die Schweiz kommt dieser Zusammenhang deutlich zum Ausdruck. Der seit den 70er Jahren gültige Trend zu mehr Preisstabilität ging einher mit abnehmenden Schwankungen des BIP.

Aber auch in Situationen, wo man nicht von Zielharmonie sprechen kann, hat die Geldpolitik in vielen Fällen einen bedeutenden Handlungsspielraum, um auf Schocks zu reagieren, ohne gleich die Preisstabilität zu gefährden. Der Grund liegt in den langen «time-lags» zwischen geldpolitischer Massnahme (Festlegung des Leitzinses) und den dadurch induzierten Wirkungen auf das Preisniveau. Dieser Lag ist variabel, aber sehr lang. Er beträgt im Durchschnitt in der Schweiz etwas mehr als drei Jahre. Für die Preisstabilität kommt es nicht darauf an, wo der Geldmarktzins heute und morgen liegt, massgebend ist der ganze Zinspfad über mehrere Quartale. Anders gesagt: Es gibt nicht nur einen Zinspfad, der Preisstabilität sicherstellt. Nicht alle, aber viele konkrete Zinspfade führen zu diesem Ziel. Eine Notenbank kann kurzfristig durchaus auf einen Schock expansiv reagieren, beispielsweise in der Sorge um die Finanzmarktstabilität. Bedingung ist nur, dass der expansiven Phase eine restriktive Kompensation folgt. Daraus wird – noch einmal – der hohe Stellenwert der Inflationsprognose klar. Sie bildet den massgeblichen Anker, der die kurzfristigen Handlungsmöglichkeiten begrenzt und so den Kurs der Preisstabilität zu sichern hilft.

In diesem Rahmen auf Schocks zu reagieren – auf eine massive Ölpreiserhöhung, einen Börsencrash oder einen Aufwertungsschub – ist alles andere als ein präzises Unterfangen. Mit mehr als einem Wirkungsbeitrag in der gewünschten Richtung darf man

dabei nicht rechnen. Auch hier gilt, was in verstärktem Masse das konjunkturelle «fine-tuning» so erfolglos macht: Die Zusammenhänge sind unsicher, die Informationen fragmentarisch und die Verzögerungen variabel. Im Falle grösserer Angebotsschocks werden reale Wirkungen nicht zu vermeiden sein. Daher soll der Geldpolitiker, wenn er auf Schocks reagiert, Zurückhaltung üben und sich selbst nicht überschätzen.

Diese berechtigten Einschränkungen dürfen indessen nicht davon ablenken, dass die Bereitschaft der Geldpolitik, auf Schocks zu reagieren, in den letzten Jahren stark an Bedeutung gewonnen hat. Dafür sind im wesentlichen drei Gründe verantwortlich. Der erste und wichtigste liegt darin, dass weltweit ein hohes Mass an Preisstabilität erreicht worden ist. Konjunkturstabilisierung mit monetären Mitteln kann nur bei tiefen Teuerungsraten und geringen Inflationserwartungen erfolgreich sein. Zweitens spielt eine Rolle, dass sich im Verlauf der letzten Jahre die Häufigkeit und das Ausmass makroökonomisch relevanter Schocks augenfällig erhöht haben. Und drittens erwartet man von Zentralbanken eine erhöhte Reaktionsbereitschaft, weil in den meisten Ländern der kurzfristige Handlungsspielraum der Finanzpolitik tendenziell abgenommen hat und sich – insbesondere im Blick auf demographisch bedingte öffentliche Finanzierungszwänge – absehbar weiter verengen wird.

#### **4. Asset Price Bubbles – eine schwierige Herausforderung**

Ich möchte mich damit dem Thema der Asset Price Bubbles zuwenden. Nicht aus der Perspektive eines frustrierten Aktieninvestors, sondern aus dem Blickwinkel des Makroökonom und Geldpolitikers, der nicht weniger gute Gründe hat, sich nach dem in den letzten Jahren Erlebten selbstkritische Fragen zu stellen.

Wie konnte es geschehen, dass ausgerechnet in einer Zeit weltweit erfolgreicher Disinflation und rekordtiefer Outputvariabilität wichtige Asset-Märkte nicht stabiler, sondern – im Gegenteil – zur hauptsächlichen Quelle makroökonomischer Instabilität geworden sind? Ist die These von der inhärenten Stabilität unregulierter Finanzmärkte obsolet geworden? Wie konnte sich der kumulierte Sachverstand zahlloser Ökonomen, Analysten und Spekulanten so eklatant irren: Durch das massive Unterschätzen sowohl des Börsenbooms nach 1996 als auch der im ersten Halbjahr 2000 einsetzenden Baisse? Ehrlicherweise werden wir Ökonomen zugeben müssen, dass uns solche Fragen in etwelche Verlegenheit bringen, weil wir Vieles noch nicht richtig einordnen und verstehen können.



Der Geldpolitiker kann sich von diesem Thema nicht dispensieren. Denn die Erfahrungen der letzten Jahre belegen, dass von solchen Asset Price Schocks bedeutende makroökonomische Effekte ausgehen: über die Finanzierungsbedingungen auf die Investitionstätigkeit der Unternehmen, über die Vermögensbilanzen und die Perspektiven der Altersvorsorge auf den Konsum der Haushalte, oder über Veränderungen der Risikobereitschaft und ihre Wechselkurswirkungen auf den Aussenbeitrag zur Gesamtnachfrage.

Ich möchte nachfolgend zu drei Fragen Überlegungen anstellen, um dann einige Konklusionen zu ziehen.

- Ist die erreichte makroökonomische Stabilität selbst eine relevante Ursache für die Instabilität der Finanzmärkte?
- Sind Zentralbanken überhaupt in der Lage, im Pricing von Aktiven wie Aktien oder Immobilien Blasen zu identifizieren?
- Und drittens: Können Zentralbanken – wenn Blasen diagnostiziert sind – wirksame Korrekturmaßnahmen treffen?

Die These, wonach die erfolgreiche makroökonomische Stabilisierung Ursache der Finanzmarktinstabilitäten bildet, hat mit Alan Greenspan einen prominenten Autor. Ich zitiere aus dem Protokoll des Offenmarktausschusses des Federal Reserve vom 24. September 1996:

«I recognize that there is a stock market bubble problem at this point. We have very great difficulty in monetary policy when we confront stock market bubbles. That is because, to the extent that we are successful in keeping product price inflation down, history tells us that price-earnings ratios under those conditions go through the roof. What is really needed to keep stock market bubbles from occurring is a lot of product price inflation, which historically has tended to undercut stock markets almost everywhere. There is a clear tradeoff. If monetary policy succeeds in one, it fails in the other».

Diese provokativ vorgetragene These hätte – wenn sie empirisch wirklich relevant wäre – gravierende Konsequenzen für Konzept und Praxis der Geldpolitik. Man wäre konfrontiert mit einem interessanten Trade-off zwischen Makro- und Finanzmarktstabilität: Zentralbankiers müssten möglicherweise ihre Makroambitionen zügeln, um die Neigung von Finanzmärkten zur Instabilität in Grenzen zu halten. An der Gültigkeit dieser These sind indessen Zweifel angebracht.

Gewiss haben sich die Risikoprämien in den späten 90er Jahren stark zurückgebildet und so zum Boom beigetragen. Aber hatte das viel mit erreichter Disinflation und tiefen Inflationserwartungen zu tun? Ich glaube nicht. Vielmehr war die exzessive Euphorie das Ergebnis einer gravierenden Überschätzung der mit neuen Technologien verbundenen kommerziellen Potenziale und die Folge von Herdeneffekten, die solche Fehleinschätzungen am Markt verallgemeinert und verstärkt haben. Daher ist der Anfälligkeit von Finanzmärkten auf destabilisierende Irrläufe mit weniger Makrostabilität nicht beizukommen. Was not tut ist vielmehr, dass die Marktteilnehmer aus ihren Fehlleistungen lernen, dass sie bei der Bildung ihrer Erwartungen den Respekt vor den Proportionen wahren und nicht in kindlicher Naivität der süßen Illusion verfallen, die Restriktionen der Geschichte seien ausser Kraft.

Realistischerweise hat man sich darauf einzustellen, dass es auch künftig zu Asset Price Bubbles kommen wird. Da mag es auf den ersten Blick wünschbar scheinen, der Zentralbank die Aufgabe zuzuweisen, solchen Verzerrungen frühzeitig entgegen zu wirken. Wer solches fordert, setzt indessen zweierlei voraus. Zum einen, dass Geldbehörden Aktien oder Immobilien kompetenter bewerten können als der Markt und zweitens, dass sie gegebenenfalls in der Lage wären, mit ihrem Instrumentarium eine werdende Blase im Frühstadium zum Platzen zu bringen. Beide Voraussetzungen sind nicht erfüllt. Zentralbanken sind doch nicht besser in der Lage, Aktien richtig zu bewerten als die Gesamtheit der Marktteilnehmer. Bei solchen Bemühen würden sie sich immer wieder irren und ihre Glaubwürdigkeit verlieren. Und der Prozess der Kapitalallokation an den Börsen wäre beeinträchtigt, wenn immer wieder damit gerechnet werden müsste, dass eine hoheitliche Instanz in diesem Prozess eingreift. Der rationale Vorgang der Bewertung am Markt würde überlagert, wenn nicht gar substituiert durch Gerüchte und Spekulationen über die Absichten der Zentralbank.

Überdies verfügen Zentralbanken normalerweise nicht über die zur Korrektur einer Bewertungsblase notwendigen Instrumente. Sie können den Zinssatz verändern, viel mehr nicht. Das Zinsinstrument kennzeichnet sich durch sein äusserst breites Wirkungsspektrum, während sich eine Fehlbewertung höchstwahrscheinlich in einem selektiven Bereich aufbaut, z.B. bei Hightech-Aktien. Der Vorschlagshammer eignet sich schwerlich als Instrument einer Hirnoperation.

Zentralbanken und Asset Price Bubbles – meine Überlegungen zum Handlungsspielraum fallen durchaus ernüchternd aus. Ex ante ist da realistischerweise nicht viel zu machen. Vielleicht führen Lernprozesse bei den Marktteilnehmern dazu, dass diese Verzerrungen

in der Tendenz moderater ausfallen werden. Aber sicher ist auch das nicht. Die Zentralbanken haben kaum mehr zu bieten als das, worum sie sich auch in den vergangenen Bubble-Episoden bemüht haben: Den makroökonomischen Folgen solcher Verzerrungen bestmöglich Rechnung zu tragen und die volkswirtschaftlichen Schäden der Schocks so gut es geht zu begrenzen.

Liessen sich – mit welchen Diagnosemitteln auch immer – Asset Bubbles tatsächlich rechtzeitig erkennen, so müsste man sie gegebenenfalls mit anderen Instrumenten attackieren, z.B. mit Massnahmen der Fiskalpolitik oder der Bankenaufsicht.

## **5. Geldpolitik und Deflation**

Ich komme damit zum Problemkreis der Deflation, zu einem Begriff, den man bis vor kurzem ausserhalb des Sonderfalls Japan tunlichst vermieden hat. In der Kombination weltweit tiefer, ja weitherum vernachlässigbarer Teuerungsraten und einer Reihe konjunkturell belastender Ereignisse ist Deflation zu einem weitherum diskutierten Thema geworden. Ich möchte mit einigen konzeptionellen Überlegungen beginnen und dann einige Konklusionen für die Geldpolitik ziehen.

Unter Deflation versteht man einen anhaltenden Rückgang des Preisniveaus, eine Entwicklung, in der die Preise mehrheitlich zurückgehen und die Löhne fallen. Ein Preisrückgang nur bei einzelnen Produkten oder in einem ausgewählten Sektor qualifiziert nicht als Deflation. Denn bei wenig allgemeiner Teuerung führt der relative Preismechanismus laufend zu Preisrückgängen – das ist unproblematisch. Unser Landesindex der Konsumgüterpreise erfasst über 200 Indexpositionen, von denen laufend ein Teil zurückgeht. So registrierte man beispielsweise im Januar 2002, als die Inflationsrate  $\frac{1}{2}$  Prozent betrug, genau bei einem Drittel der Positionen Preisrückgänge. Das ist nicht gemeint, wenn wir von Deflation sprechen.

Deflation im Sinne eines allgemeinen, breiten Preisrückgangs hat es historisch immer wieder gegeben, vor allem unter dem Regime des Goldstandards. So registrierte man in der Schweiz von 1871 bis zur Jahrhundertwende in 17 von 30 Jahren eine Abnahme des Preisniveaus gegenüber seinem Vorjahresstand. Insgesamt ging in dieser Zeitspanne das Preisniveau um 28% zurück. Im gleichen Zeitraum wuchs das reale BIP um respektable 85% (Quelle: Historische Statistik der Schweiz, hrsg. durch H. Ritzmann, Zürich 1996). In dieser Phase fielen die Preise bei durchschnittlich positivem Wachstum, entscheidend getrieben durch die bedeutenden Produktivitätsfortschritte der Industrialisierung. Anders die Erfahrung der Dreissigerjahre, als – von 1929 bis 1936 – eine rückläufige

Gesamtnachfrage zu einer simultanen Rückbildung des Preisniveaus und des realen BIP führte. Diese Krisenerfahrung hat Deflation zu einem wirtschaftspolitischen Pathologiebegriff gemacht, zu einem Zustand, den es nach einhelliger Meinung mit nahezu allen Mitteln zu verhindern gilt.

Ich glaube, es sind im wesentlichen drei Argumente, die eine markante Aversion gegen Deflationsrisiken rechtfertigen. Erstens der Effekt einer (unerwarteten) Deflation auf die Schuldverhältnisse, die heute eine viel grössere Rolle spielen als früher. Die Deflation erhöht den Realwert bestehender Schulden. Dadurch verschlechtern sich die Bilanzen von Unternehmungen und Haushalten, was Konkurse, einen Credit Crunch und Erschütterungen des Bankensystems, kurzum: einen Teufelskreis mit depressivem Vorzeichen in Gang setzen kann. Die unerwartete, d.h. in Kreditverhältnissen nicht berücksichtigte Deflation kann leicht zu einer sich verstärkenden Kette schwerwiegender Schocks führen. Im Fall der Inflation, die auch unerwünschte Umverteilungswirkungen auslöst, ist dieses Schockpotential weitaus geringer.

Zweitens können sich in einem deflationären Umfeld destabilisierende Effekte auf die Nachfrage einstellen. Dabei steht das Szenario einer Konsumschwäche im Vordergrund als Konsequenz erhöhter Arbeitsplatzrisiken oder des – bei fallenden Preisen – lohnenden Aufschubs von Konsumausgaben.

Drittens liegt die Brisanz einer Deflationsentwicklung darin, dass die Notenbank den nominalen Leitzins nicht unter Null setzen kann. Im Falle tiefer oder sogar negativer Inflationsraten kann diese Restriktion bindend werden und die Geldbehörde daran hindern, mit ihrem traditionellen Zinsinstrument die Wirtschaft zu stimulieren. Es wird dann unmöglich, den Realzins unter die Deflationserwartung zu senken. Es ist sogar denkbar, dass sich verstärkende Deflationserwartungen den Realzins erhöhen und so die Abschwächung mindestens eine Zeit lang verschärfen. Unter solchen Voraussetzungen müsste die Zentralbank mit unkonventionellen Massnahmen direkt auf die Deflationserwartung einwirken.

Diese kurzen Hinweise rechtfertigen die Konklusion, dass es sich in hohem Masse lohnt, das wirtschaftliche Minenfeld der Deflation zu meiden. Geldpolitisch drängen sich dazu zwei Konklusionen auf:

Erstens darf das Inflationsziel nicht zu tief angesetzt werden. Aus gutem Grund verfolgt keine Notenbank Nullinflation als Ziel. Mit einer leicht positiven Teuerungsrate verringert

sich das Risiko, dass ein unerwarteter Nachfrageschock zu einem Abrutschen in die Deflation führt.

Zweitens müssen Notenbanken bei tiefer Inflation präventiv handeln, wenn eine weitere Verschlechterung der Wirtschaftslage droht. Zu spät zu kommen ist unter solchen Voraussetzungen besonders verhängnisvoll. Anders gesagt: Die Fehlertoleranz nach unten («zu restriktiv») ist in dieser Konstellation offensichtlich viel kleiner als nach oben («zu expansiv»).

Nach diesen eher allgemeinen Überlegungen sind einige Ausführungen angebracht zum Deflationsrisiko, mit dem die Schweizer Volkswirtschaft aktuell konfrontiert ist. Zweifellos existiert dieses Risiko, aber wir schätzen es gegenwärtig als sehr klein ein. Was wir erleben ist eine hartnäckige Nachfrageschwäche, stark geprägt durch rückläufige Investitionen im Ausrüstungs- und Baubereich, aber keinesfalls eine Nachfrageerosion, wie dies für einen deflatorischen Prozess kennzeichnend wäre. Die Teuerungsentwicklung bewegt sich seit längerem in Bereich von knapp einem Prozent. Wenn man bei der Würdigung dieses Teuerungsniveaus noch bedenkt, dass mehrere wichtige Preise aus Produktivitätsgründen (Telekommunikation) oder wegen regulatorischer Veränderungen (Liberalisierung im Agrarsektor) tendenziell fallen, so entschärft sich das Risikobild erheblich. Zu diesem Befund trägt auch der Hinweis auf die unterschiedliche Entwicklung der Inland- und der Auslandpreise bei. In den vergangenen zwei Jahren sind die Importpreise tendenziell gefallen, während die Inlandpreise (auf die es uns vor allem ankommen muss) deutlich stärker gestiegen sind als der Gesamtindex. Schliesslich bestehen im aktuellen Umfeld keine erkennbaren Gründe zur Befürchtung einer massiven Korrektur von Asset Prices, die einen deflationären Schock auslösen könnte. Dies ist vor allem wichtig für den Immobilienmarkt, der in einem Land mit rekordhoher Hypothekarverschuldung eine Schlüsselstellung einnimmt.

### *Beilage 3: Immobilienpreise Schweiz*

In allen drei Immobilienkategorien kam es in den späten 80er-Jahren zu gewaltigen Exzessen und anschliessend zu tiefgreifenden Korrekturen. Aktuell sind wir konfrontiert mit einer eher massvollen Preisentwicklung. Sie schliesst Preisüberraschungen nicht aus, aber insgesamt spricht nichts für ein bedrohliches Risiko eines Preiszerfalls.

Aus diesen Gründen drängt sich der Schluss auf, dass das Risiko einer deflationären Entwicklung in der Schweiz klein ist.

Ich komme nun – im letzten Abschnitt meines Referats – zum Ausblick auf die schweizerische Konjunktur.

## **6. Aktueller Ausblick**

Unsere Politik der vergangenen zwei Jahre war geprägt von der schrittweise gewonnenen Einsicht, dass sich der weltwirtschaftliche Aufschwung – anders als erwartet – nur ganz zögerlich und schwach einstellen wird. Bei anhaltend als gering eingeschätzten Risiken für die Preisstabilität konnten und wollten wir den Spielraum zur Stabilisierung der Konjunktur rechtzeitig und glaubwürdig ausnützen. Früher als die meisten Zentralbanken – schon im März 2001 – nahmen wir in Erwartung zunehmender konjunktureller Schwächen die erste Senkung des Zinsbandes vor. Nach den Terrorattacken vom 11. September 2001 in den USA spitzte sich die Lage an den Devisenmärkten zu und der Franken kam unter starken Aufwertungsdruck. Um der Unsicherheit an den Finanzmärkten entgegenzutreten, nahmen wir den Dreimonate-Libor innert acht Tagen in zwei Schritten um einen weiteren Prozentpunkt zurück.

Insgesamt lockerten wir die geldpolitischen Zügel zwischen März 2001 und heute um 2.75 Prozentpunkte. Bei diesen Zinsschritten – sowie bei zahlreichen anderen Gelegenheiten – verliehen wir unserer Sorge um die Aufwertung des Frankens Ausdruck. In einer Zeit nachlassenden Wirtschaftswachstums kam eine solche Höherbewertung unserer Währung einer unerwünschten Verschärfung der monetären Rahmenbedingungen in der Schweiz gleich. Dieser entschieden entgegenzutreten war uns ein wichtiges Anliegen. Dabei war und ist uns klar, dass man – zumal in Phasen erhöhter Unsicherheit – den Wechselkurs mit Manipulationen der Zinsdifferenz zu ausländischen Währungen nicht verlässlich steuern kann. Aber man kann auf Wechselkursveränderungen mit Zinsanpassungen reagieren, um einen konjunkturell restriktiv wirkenden Aufwertungseffekt mit einem entgegengesetzten Zinsschritt wenigstens teilweise zu kompensieren. Das haben wir in den vergangenen zwei Jahren wiederholt getan. Zwar bewegt sich der Euro-Wechselkurs seit dem Schock vom 11. September im Bereich von etwa 1.45 bis 1,48 CHF pro Euro, dafür hat sich am Geldmarkt die Zinsdifferenz zum Euro von einem Prozentpunkt auf über 2 Prozentpunkte ausgeweitet. Auch die mittel- und längerfristigen Zinssätze haben sich in dieser Zeit deutlich zurückgebildet und zahllosen Schuldner wesentlicher Erleichterungen gebracht. Nicht zu leugnen ist allerdings auch, dass erhöhte Kreditrisikozuschläge einen Teil dieses Effekts kompensiert haben.

Wir sind uns bewusst, dass die Wechselkursverhältnisse für weite Bereiche unserer Volkswirtschaft schwierig sind. Der Franken ist teuer geworden, sowohl gegenüber dem Euro als auch gegenüber dem USD. Auch wenn unsere Wirtschaft in vergangenen Episoden mit deutlich grösseren Aufwertungsschocks hat fertig werden müssen, fallen die aktuellen Belastungen an der Wechselkursfront ungünstig ins Gewicht, zumal in einem seit langem unbefriedigenden konjunkturellen Umfeld.

#### *Beilage 4: Realer Franken – Wechselkursindex*

Handelsgewichteter hat sich der reale Frankenkurs in den vergangenen zwanzig Jahren um durchschnittlich etwa 0.6 Prozent p.a. aufgewertet. Ob und in welchem Mass es auch in Zukunft einen Aufwertungsstrend des Frankens geben wird, ist eine schwierige offene Frage. Jedenfalls wird man aber festhalten können, dass unsere Wirtschaft mit dem Aufwertungsstrend des Frankens gut fertig geworden ist. Problematisch waren hingegen die zum Teil massiven Aufwertungsschübe über mehrere Quartale hinweg. Gegenwärtig steht der Franken unter dem Einfluss einer aus bekannten Gründen weltweit angeschlagenen Risikobereitschaft. Sie führt zu einer zusätzlichen Nettonachfrage nach Frankenaktiven vor allem durch einheimische Investoren, die ihre Währungsrisiken reduzieren möchten. Die Konjunktorentwicklung im Ausland, die für unseren Wirtschaftsverlauf wichtiger ist als alle anderen Faktoren, verspricht – jedenfalls für die kommenden Quartale – bestenfalls massvolle Impulse. Dabei erweist es sich als Nachteil, dass unser wichtigster Partner Deutschland mit besonders ausgeprägten Schwächen zu kämpfen hat.

Auf diesem Hintergrund werden die konjunkturellen Verhältnisse in der Schweiz angespannt bleiben. Darüber darf die auf den ersten Blick günstige Entwicklung des Quartalswachstums auf + 1.3% im dritten Quartal 2002 nicht hinwegtäuschen. Sie spiegelt im wesentlichen gut gehaltene Exporte bei deutlich schwächeren Einfuhren. Letztere sind aller Erfahrung nach kein Zeichen einer bald einsetzenden Erholung. Bei den Investitionen warten wir weiter auf überzeugende Zeichen der Wende, obwohl die Abschwächung nun schon sieben Quartale andauert. Trotz unserer seit längerem stimulierenden Politik erwarten wir für das laufende Jahr ein reales Wachstum von kaum mehr als einem Prozent und tiefe Teuerungsraten zwischen einem halben und einem Prozent für dieses und das nächste Jahr.

Eine Rückkehr zum langfristig realisierbaren Trendwachstum von schätzungsweise eineinhalb bis zwei Prozent wird somit noch einige Quartale auf sich warten lassen. Schuld daran ist die Zähflüssigkeit der Erholung, insbesondere in unserer europäischen

Umgebung. Aber im Unterschied zu den frühen 90er Jahren stehen die Chancen heute gut, dass die Schweizer Wirtschaft von einer konjunkturellen Beschleunigung im Ausland rasch und in bedeutendem Ausmass wird profitieren können.

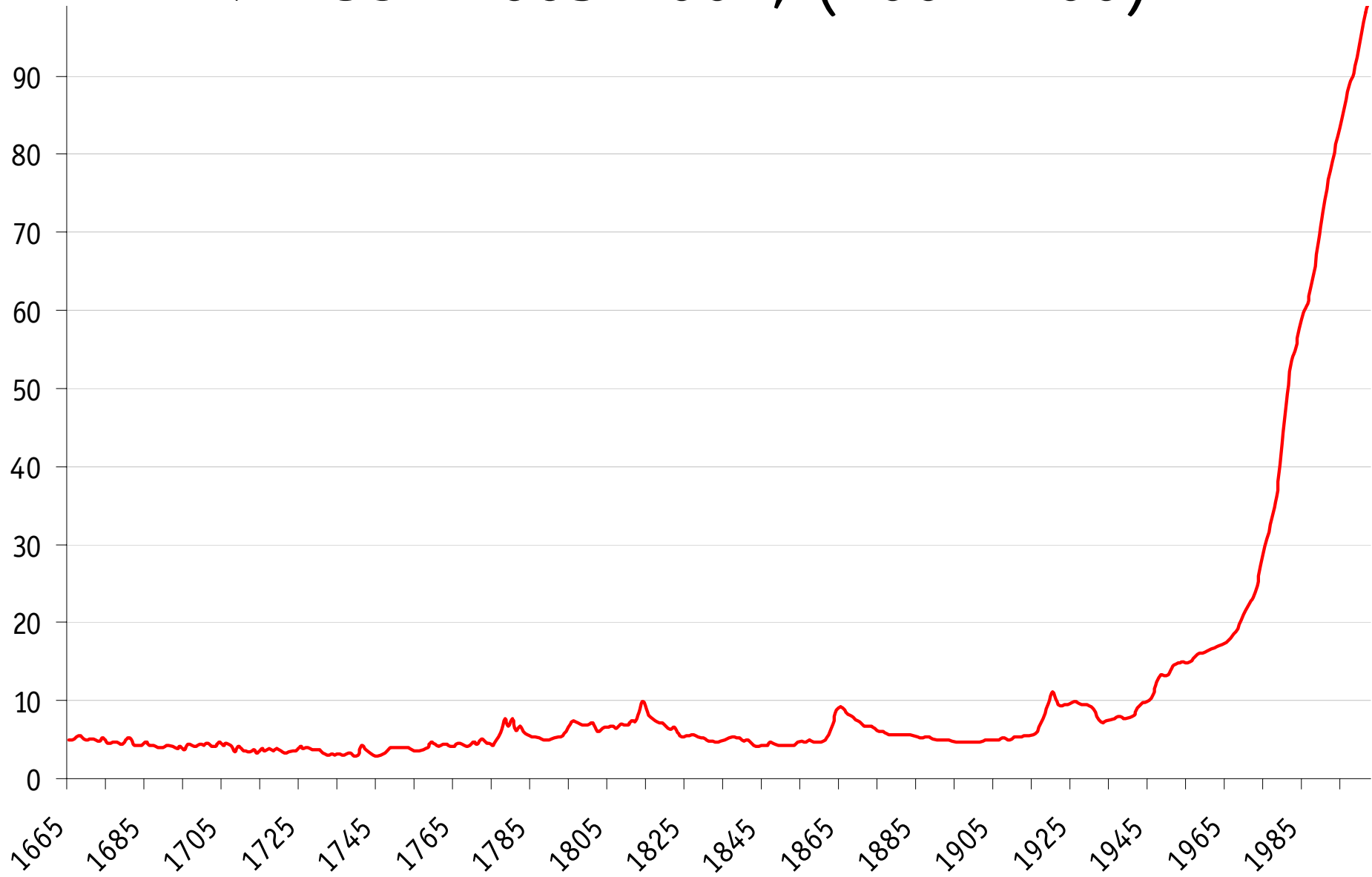
Welches sind die hauptsächlichlichen Risiken dieses Szenarios? Sie liegen primär in geopolitischen und militärischen Erschütterungen, welche der Weltwirtschaft erhebliche Schäden zufügen könnten, vor allem wenn die Phase extremer Verunsicherung längere Zeit dauern sollte. Für die Schweiz liegen die grössten Unsicherheiten erfahrungsgemäss im Bereich des Wechselkurses, d.h. im Risiko einer die konjunkturelle Stabilität ernsthaft gefährdenden Aufwertung. Die Nationalbank würde sich einer solchen Verzerrung dezidiert widersetzen. Zwar ist der Zinsspielraum bei Geldmarktsätzen unter  $\frac{3}{4}$  Prozent nicht mehr gross, aber ganz ausgeschöpft ist er noch nicht. Überdies würden wir nötigenfalls am Devisenmarkt intervenieren, um die Kursverzerrung zu korrigieren und der Wirtschaft zusätzliche Liquidität zu Verfügung zu stellen.

Auf der anderen Seite ist es auch möglich, dass die Konjunkturprognostiker die Welt jetzt zu pessimistisch beurteilen, nachdem sie sich zwei Jahre lang mit zu optimistischen Vorhersagen getäuscht haben. Das Epizentrum einer dergestalt positiven Überraschung läge höchstwahrscheinlich in den USA, wo die laufenden Indikatoren in der Tat widersprüchliche konjunkturelle Konklusionen zulassen. Dieser Hinweis soll uns einmal mehr daran erinnern, dass es oftmals ganz anders kommt als man denkt. Wichtiger als die Perfektionierung von Prognosen ist die Fähigkeit, rasch zu reagieren, wenn die Dinge einen anderen Lauf nehmen und dann die richtigen Massnahmen zu treffen.



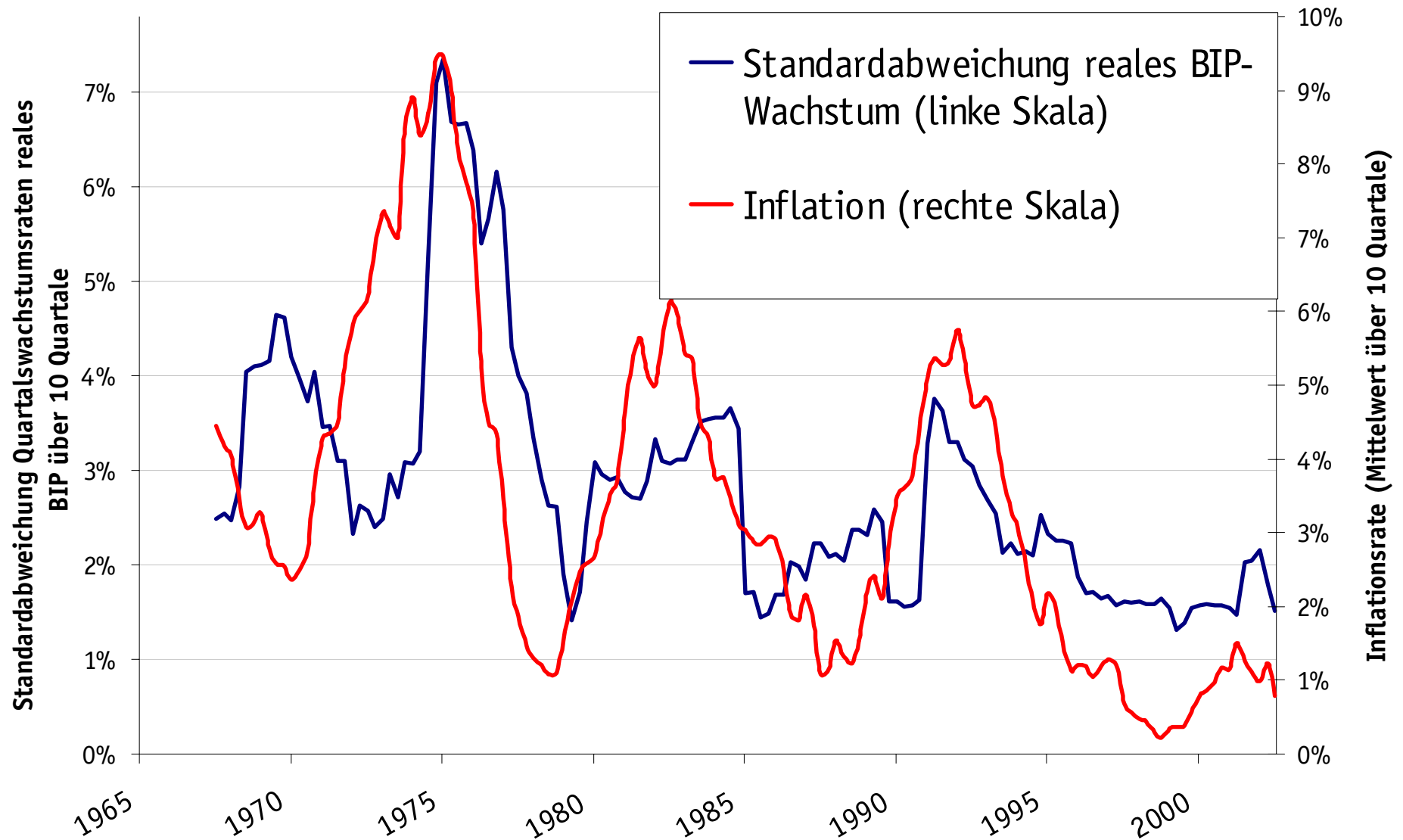
## Beilage 1

# KPI USA 1665-2001, (2001=100)



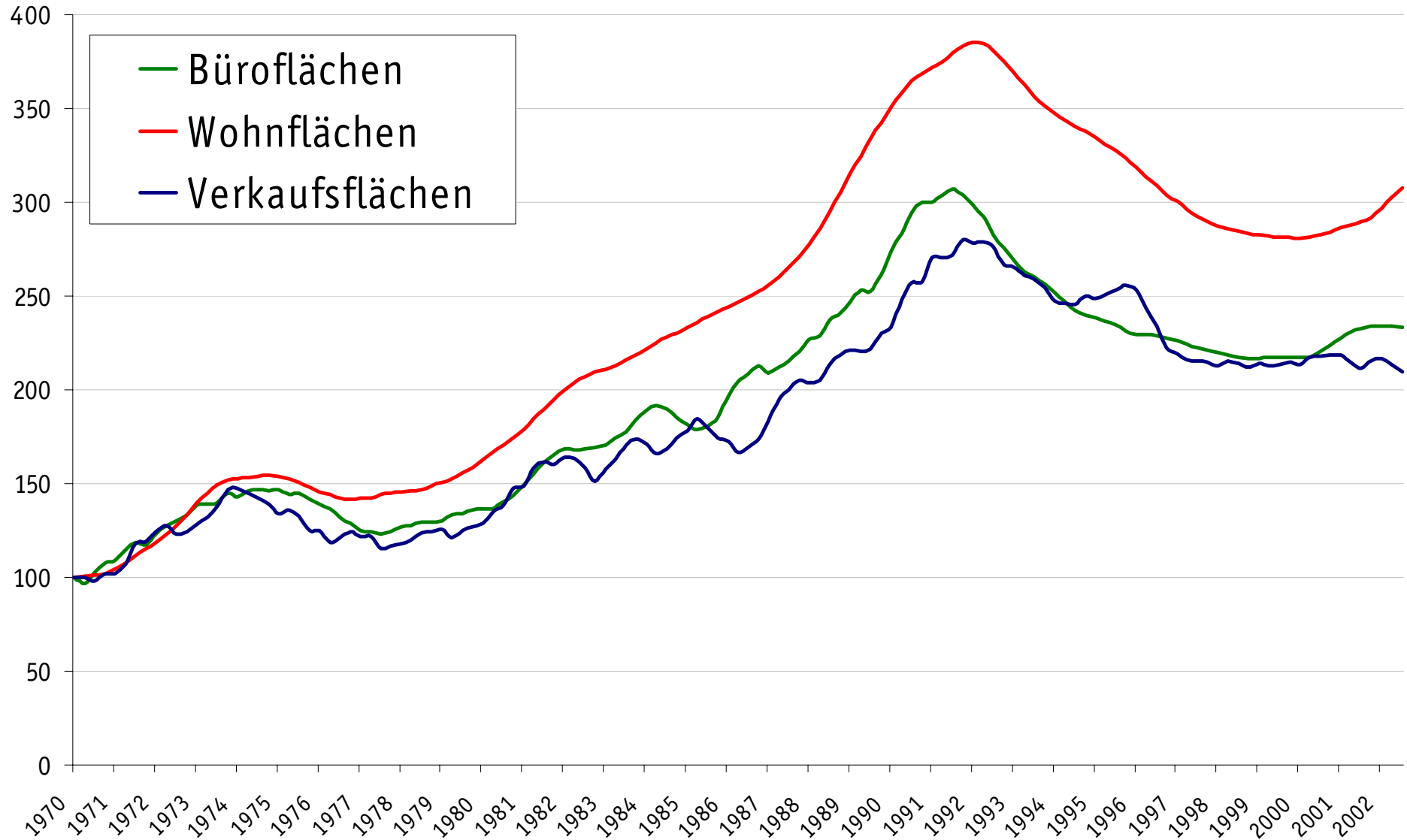
Quelle: John J. McCusker, Economic History Services, 2001, URL: <http://www.eh.net/mit/ppowerus/d/dollarsource.php>

# Inflationsrate und Wachstumsvolatilität



## Beilage 3

# Immobilienpreise Schweiz (nominal, 1970=100)



Quelle: Wuest und Partner; geglättet über 4 Quartale

## Beilage 4

# Realer Franken-Wechselkursindex

exportgewichtet gegenüber 24 wichtigsten Handelspartnern, 1977=100

