

## Mediengespräch

Genf, 17. Juni 2004

### Einleitende Bemerkungen von Jean-Pierre Roth

Die Konjunktur hat sich entsprechend unseren Erwartungen an den Lagebeurteilungen von Dezember und März entwickelt. Die wirtschaftliche Erholung hat sich im In- und Ausland zusehends verdeutlicht und ist heute breiter abgestützt. Vor diesem Hintergrund sind wir zum Schluss gekommen, dass die Zeit für eine leichte Straffung der Geldpolitik gekommen ist. Das Zielband für den Dreimonats-Libor wird ab sofort um 25 Basispunkte angehoben, und der Libor soll um 0,5% gehalten werden. Dadurch wird die Hälfte der letzten Zinssenkung vom 6. März 2003 rückgängig gemacht, bei welcher der Dreimonats-Libor wegen Deflationsbefürchtungen und angesichts der damaligen Aufwertung des Frankens von 0,75% auf historisch niedrige 0,25% gesenkt worden war. Das Zinsband erstreckt sich von 0,0% bis 1,0%. Auch nach dieser Anpassung bleibt unsere Geldpolitik expansiv und unterstützt den Konjunkturaufschwung weiterhin.

Lassen Sie mich unseren Beschluss und die Aussichten für die Preisentwicklung erläutern, wie sie in der neuen Inflationsprognose zusammengefasst werden. In der Grafik finden Sie die aktuelle und die letzte Inflationsprognose. Die grüne strich-punktierte Kurve ist die März-Prognose. Diese beruhte auf der Annahme eines in den nächsten drei Jahren unveränderten Dreimonats-Libor von 0,25%. Wie Sie der Grafik entnehmen können, verlief die Inflation im ersten Quartal (die blaue Kurve) wie von uns vorausgesagt. Die rot-gestrichelte Kurve stellt die neue Prognose dar. Diese stützt sich auf einen konstanten Dreimonats-Libor von 0,5%. Die Prognose beginnt im zweiten Quartal dieses Jahres und endet im ersten Quartal 2007.

Um die Inflationsaussichten zu analysieren, ist es zweckmässig, drei Phasen zu unterscheiden. Ich werde mit den Inflationsperspektiven in der kurzen Frist beginnen. Dabei werde ich speziell auf die Rolle der Erdölpreise zu sprechen kommen. Anschliessend werde ich auf die von uns erwartete Wirtschaftslage eingehen, welche die mittelfristige Inflationsprognose prägt. Schliesslich werde ich die langfristigen Inflationsaussichten besprechen. Dazu ist eine Analyse der monetären Entwicklung hilfreich.

#### Die Entwicklung der Erdölpreise

In der kurzen Frist, das heisst für den Zeitraum von etwa einem Jahr, kann die Geldpolitik die Preisentwicklung kaum steuern. Der Verlauf des Preisniveaus ist durch vergangene geldpolitische Entscheidungen weitgehend vorgegeben. Vorübergehend kann die Inflation indessen durch Ereignisse beeinflusst werden, die sich nicht auf die Geldpolitik zurückführen lassen. Ein solches Ereignis erleben wir zurzeit in der Form höherer Erdölpreise.

Genf, 17. Juni 2004

2

Die Verteuerung der Erdölprodukte hat massgeblich dazu beigetragen, dass die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Jahreststeuerung von 0,5% im April auf 0,9% im Mai stieg. Die höheren Erdölpreise sind auch der Hauptgrund dafür, dass unsere Inflationsprognose trotz des höheren Zinsniveaus bis zum ersten Quartal 2005 über dem Niveau der März-Prognose liegt.

Ein derartiger Anstieg des Preisniveaus kann und darf nicht mit geldpolitischen Massnahmen korrigiert werden, solange keine Lohn-Preis-Spirale in Gang gesetzt wird. Erstens wissen wir nicht, ob dieser Preisanstieg permanent oder nur vorübergehend ist. Zweitens schlägt sich die Veränderung der Erdölpreise direkt auf das Preisniveau nieder, während die Geldpolitik nur mit grosser Verzögerung und nur indirekt wirkt. Drittens stellt eine Erhöhung der Erdölnotierungen einen Kostenschok dar, dem mit den Mitteln der Geldpolitik nicht zu begegnen ist. Die Erfahrung zeigt, dass eine Geldpolitik, welche die Auswirkungen einer einmaligen Erhöhung der Erdölpreise auf das Preisniveau zu verhindern versucht, erheblichen volkswirtschaftlichen Schaden anrichten kann. Es darf auch nicht übersehen werden, dass sich die derzeitige Verteuerung im historischen Vergleich bescheiden ausnimmt. So kostete Erdöl beispielsweise während dem zweiten Ölpreisschock Ende der siebziger Jahre – in aktuellen Preisen gerechnet – rund doppelt so viel wie heute. Unser heutiger Zinsentscheid zielt somit nicht auf die Bekämpfung der Auswirkungen des Ölpreisanstiegs auf die Teuerung ab.

Die Erhöhung der Erdölpreise wirft gleichwohl einen Schatten auf die insgesamt optimistischen Konjunkturaussichten. Wir sind aber nicht der Auffassung, dass der Aufschwung dadurch gefährdet wird. Modellberechnungen haben ergeben, dass höhere Ölpreise das Wachstum in der Schweiz nur mässig bremsen würden. Zu erwähnen ist auch, dass aufgrund der Wechselkursentwicklung die Erhöhung des Ölpreises in der Schweiz geringer ausfiel als in den USA und im Euro-Raum. Trotz der höheren Erdölpreise blieb die Teuerung hier zu Lande im Bereich, den wir mit Preisstabilität gleichsetzen.

### **Die Wirtschaftsaussichten**

Für einen Zeitraum von ein bis zwei Jahren hängt die Inflationsentwicklung entscheidend von den Wirtschaftsaussichten ab. Unsere Wirtschaft befindet sich bereits seit einem Jahr auf Wachstumskurs. Auf's Jahr hochgerechnet wuchs das reale Bruttoinlandprodukt im dritten und im vierten Quartal 2003 gegenüber dem Vorquartal mit über 2%. Im ersten Quartal 2004 setzte sich der Trend mit 1,6% etwas abgeschwächt fort.

Dank der verbesserten Konjunktur im Ausland und dem günstigen Wechselkurs übertrafen die Exporte ihren Vorjahresstand um 7,4%. Die Ausrüstungsinvestitionen, die im Schlussquartal 2003 noch um 7,5% zunahmen, bildeten sich als Folge von Sondereffekten leicht zurück. Der Aufschwung hat auch Teile der Binnenwirtschaft erfasst. Dies ist am privaten Konsum ersichtlich, der um 2,3% zunahm. Damit setzte er die gegen Ende letzten Jahres begonnene Aufwärtstendenz fort. Umfragen bestätigen die verbesserte Konsumentenstimmung. Auch die Bauinvestitionen sind mit satten 2,8% gegenüber dem Vorjahresstand gestiegen. Die Zunahme der Hypothekarkredite um 5,5% bestätigt die Belebung im Bau- und Immobiliensektor.

Genf, 17. Juni 2004

3

Der Aufschwung zeigt sich auch in einer Stabilisierung der Lage am Arbeitsmarkt. Erstmals seit fünf Quartalen lag die Beschäftigung wieder leicht über dem entsprechenden Vorjahresstand. Die Indizes für offene Arbeitsstellen deuten an, dass die Nachfrage nach Arbeitskräften allmählich wieder zunimmt. Das günstige Gesamtbild wird durch das KOF-Konjunkturbarometer bestätigt.

Wie beurteilen wir die wirtschaftliche Entwicklung in der nahen Zukunft? Für dieses Jahr rechnen wir mit einem Wirtschaftswachstum von gegen 2,0%. Das Wachstum dürfte sowohl durch höhere Exporte als auch eine verstärkte Binnennachfrage gestützt werden und ab dem zweiten Halbjahr 2004 zu einem allmählichen Rückgang der Arbeitslosigkeit führen. Gegen Ende 2005 sollte die Wirtschaft ihren normalen Auslastungsgrad wieder erreicht haben, was einen Einfluss auf die Preisbildung haben wird. Schon unsere Inflationsprognose vom März zeigte, dass die Inflation bei einem unveränderten Zinssatz von 0,25% ab der zweiten Hälfte von 2005 trendartig anziehen würde. Der Grund dafür war ein besserer Auslastungsgrad und eine im Einklang mit der günstigeren wirtschaftlichen Entwicklung abnehmende Arbeitslosigkeit. An dieser Einschätzung hat sich nichts geändert. Die neue Prognose mit einem um 25 Basispunkte höheren Dreimonats-Libor weist nun eine Inflationsentwicklung aus, die ab dem zweiten Quartal 2005 unter diejenige der letzten Prognose zu liegen kommt. Sie zeigt, dass die eingeleitete Normalisierung des geldpolitischen Kurses die Teuerungsaussichten verbessert.

### **Die monetäre Entwicklung**

Über einen längeren Horizont hinaus ist unsere Inflationsprognose viel unsicherer. Für diesen Zeitraum ist der Bezug monetärer Faktoren besonders hilfreich. Für die monetäre Analyse will ich auf die Entwicklung der Geldmenge M3 eingehen. Mit der letzten Zinssenkung vom 6. März 2003 fielen die Kurzfristzinsen in der Schweiz auf ein sehr tiefes Niveau. Weil sich dadurch die Opportunitätskosten der Geldhaltung praktisch auf Null verringerten, nahm die Nachfrage nach Liquidität erheblich zu. Unmittelbar nach dem Zinsentscheid konnten annualisierte Monatszuwachsraten von M3 von über 15% beobachtet werden. Wenn die Liquiditätsnachfrage der Unternehmungen und der Haushalte einmal den von ihnen gewünschten höheren Stand erreicht hat, sollte die Liquidität nur noch im Einklang mit dem nominellen Bruttoinlandprodukt zunehmen, ohne dass eine Gefahr für die Preisstabilität entsteht. Tatsächlich sind die Wachstumsraten von M3 in letzter Zeit gesunken. Dies sollte aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Wirtschaft mit mehr Liquidität ausgestattet ist, als mittelfristig mit Preisstabilität vereinbar wäre.

Gemäss unserer letzten Prognose vom März hätte die Inflation bei unveränderter Geldpolitik und einem Dreimonats-Libor von 0,25% im vierten Quartal 2006 bis auf 3% klettern können. Die aktuelle Prognose zeigt, dass die Inflation Ende 2006 bei einem in den nächsten drei Jahren konstanten Dreimonats-Libor von 0,5% nur noch auf 2,7% ansteigt. Am Ende des neuen Prognosehorizonts im ersten Quartal 2007 würde die Inflation leicht über 3% liegen. Mit einem kleinen Schritt zur Normalisierung des kurzfristigen Zinsniveaus bauen wir somit allmählich überschüssige Liquidität vorsichtig ab, um die Preisstabilität auch in der langen Frist nicht zu gefährden.

Genf, 17. Juni 2004

4

## **Finanzmärkte**

Stimmt die Analyse der Wirtschaftsentwicklung, die unserer Inflationsprognose zugrunde liegt, mit derjenigen der Akteure an den Finanzmärkten überein? In jüngster Zeit konnte eine Verflachung der Zinskurve in der Schweiz beobachtet werden. Besonders die Zinsen für Laufzeiten bis zehn Jahre erfuhren einen Anstieg. Dies zeigt, dass die Finanzmärkte eine etwas weniger expansive Geldpolitik vorweggenommen haben. Weil die Konjunktur in der Schweiz rascher anzuziehen begann als in den Nachbarländern, war eine frühere Erhöhung der Zinsen absehbar, was die Attraktivität des Schweizerfrankens etwas gesteigert hat. Trotzdem ist die Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Unternehmungen nach wie vor intakt. Am sehr langen Ende der Zinskurve haben sich die Zinsen kaum bewegt, was auf unverändert tiefe Inflationserwartungen hindeutet. Die Marktteilnehmer gehen davon aus, dass der geldpolitische Kurs der Nationalbank im Einklang steht mit ihrem Ziel, Preisstabilität in der langen Frist zu gewährleisten.

## **Immer noch expansive Geldpolitik**

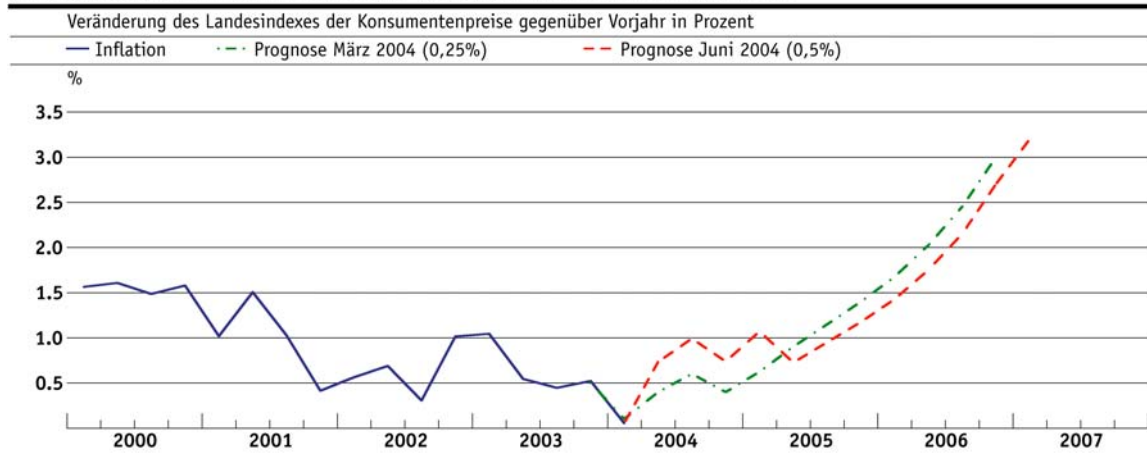
Im März 2001 setzten wir eine Reihe von Zinssenkungen in Gang, mit denen wir auf die konjunkturelle Schwäche und die anhaltende Stärke des Schweizerfrankens reagierten. In einem besonders schwierigen internationalen Umfeld mit deflationären Tendenzen liessen wir den Dreimonats-Libor schliesslich im März 2003 auf historisch tiefe 0,25% sinken. Er verharrte während fünf Quartalen auf diesem Niveau. Die heutige Korrektur unseres geldpolitischen Kurses sollte nicht als eine Wende zu einer restriktiven Geldpolitik interpretiert werden. Unsere Zinserhöhung ist lediglich als angemessener Schritt hin zu neutraleren monetären Bedingungen nach einer langen Phase ausserordentlicher Umstände zu betrachten. Sie ist ein Zeichen dafür, dass wir die wirtschaftlichen Aussichten optimistischer einschätzen und dass wir Vertrauen haben in die Robustheit des Konjunkturaufschwungs in der Schweiz. Unser geldpolitischer Kurs bleibt expansiv.

Jede Prognose und jeder Entscheid sind mit Unsicherheiten und Risiken verbunden. Sollte sich die wirtschaftliche Erholung aufgrund von unerwarteten Ereignissen verzögern oder der Schweizerfranken sich stark aufwerten, werden wir auf angemessene Weise reagieren. Die Schweizerische Nationalbank hält sich für solche Fälle wie bisher alle Optionen offen.

Genf, 17. Juni 2004

5

Inflationsprognose März 2004 mit Libor 0,25% und Juni 2004 mit Libor 0,5%



Beobachtete Inflation Juni 2004

	2001				2002				2003				2004			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Inflation	1,02	1,50	1,03	0,41	0,56	0,69	0,31	1,01	1,05	0,54	0,45	0,52	0,06			

Inflationsprognose März 2004 mit Libor 0,25% und Juni 2004 mit Libor 0,5%

	2004				2005				2006				2007			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Prognose März 2004, Libor 0,25%	0,10	0,40	0,60	0,40	0,63	0,90	1,15	1,40	1,68	2,03	2,45	3,00				
Prognose Juni 2004, Libor 0,5%	0,06	0,73	0,99	0,74	1,07	0,73	0,95	1,18	1,43	1,75	2,15	2,70	3,20			