

Schweizerische Geldpolitik und Finanzmärkte

Philipp M. Hildebrand
Mitglied des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank

KOF-Prognosetagung

Zürich, 5. Oktober 2006

1. Einführung¹

Es freut mich sehr, im Rahmen der KOF Prognosetagung einige Gedanken zum Thema „Schweizerische Geldpolitik und Finanzmärkte“ vortragen zu dürfen. Ganz besonders freut es mich natürlich, zum ersten Mal mit Professor Jan-Egbert Sturm ein Podium teilen zu dürfen.

Die KOF hat für die Schweizerische Wirtschaft eine besondere Bedeutung. Sie verfügt über eine ausgewiesene Expertise im Bereich der angewandten Konjunktur- und Wirtschaftsforschung. Man darf ruhig sagen, dass die Konjunkturanalysen der KOF in der Schweiz als Benchmark gelten. Auch für die SNB ist die KOF ein wichtiges Institut. Insbesondere die umfassenden Konjunkturbefragungen der KOF sind für uns ein relevanter Teil der Datenlandschaft, auf die wir uns in unseren geldpolitischen Überlegungen abstützen.

Sie sehen also, Herr Professor Sturm, mit der Leitung der KOF haben Sie eine für die Schweizerische Wirtschaft wichtige Stelle übernommen. Dazu beglückwünsche ich Sie und wünsche Ihnen und Ihren Mitarbeitern bei Ihrer wichtigen Arbeit auch im Namen meiner Direktoriumskollegen viel Erfolg.

Nun, meine Damen und Herren, ich gehe davon aus, dass wir hier alle mindestens etwas gemeinsam haben. Wir interessieren uns brennend für die aktuelle konjunkturelle Lage, die konjunkturellen Aussichten sowie die damit verbundenen Risiken.

In der Nationalbank haben wir vor kurzem unsere vierteljährliche Lagebeurteilung durchgeführt und die Fortsetzung unseres geldpolitischen Normalisierungskurses bestätigt. Dabei haben auch wir versucht, Ihnen unsere neuesten Einschätzungen zum konjunkturellen Umfeld und zur Geldpolitik zu vermitteln.

Heute möchte ich etwas weniger darauf eingehen was die SNB jetzt gerade denkt, sondern eher versuchen Ihnen zu übermitteln, *wie* wir denken. Denn wenn Sie verstehen, *wie* wir denken, dann können Sie besser nachvollziehen oder selber herleiten, was wir denken bzw. denken werden und welche Auswirkungen dies möglicherweise auf zukünftige geldpolitische Entscheide sowie die Finanzmarkt- und Konjunkturentwicklung haben wird.

Genau diese Überlegungen stehen hinter dem Grundgedanken von erhöhter Transparenz und besserer Kommunikation in der Geldpolitik. Indem Notenbanken ihre Denkweise offen

¹ Ich möchte mich bei Caesar Lack und Marlene Amstad für ihre wertvolle Mitarbeit bedanken.

legen, ermöglichen sie es den Marktteilnehmern, die Reaktionen der Geldpolitik auf Veränderungen der Rahmenbedingungen zu antizipieren. Geldpolitik verliert dadurch einerseits an Überraschungs- und somit Unterhaltungswert, wird andererseits jedoch effizienter: Werden geldpolitische Überraschungen minimiert, verringern sich die Unsicherheiten und somit die Schwankungen auf den Finanzmärkten. Gleichzeitig erhöht sich die Wirkung und die Präzision der Geldpolitik. Diese Überlegungen haben denn auch Mervyn King, den Gouverneur der Bank of England, zu folgender Aussage motiviert: „Successful monetary policy should be boring, and successful central bankers should be seen neither as heroes nor villains, but simply as competent referees, allowing the game to flow freely.“²

Lassen Sie mich also im Folgenden einige Anhaltspunkte dafür geben, wie die SNB denkt. Zu diesem Zweck möchte ich Ihnen in einem ersten Teil einige Aspekte des geldpolitischen Konzepts der SNB näher vorstellen. Im zweiten Teil möchte ich dann auf den geldpolitischen Transmissionsmechanismus eingehen. Ich werde Ihnen weder das gesamte Konzept noch den gesamten Transmissionsmechanismus vorstellen.³ Vielmehr möchte ich einige Punkte hervorheben, von welchen ich den Eindruck habe, sie seien noch weniger bekannt, oder welche mir ganz einfach im aktuellen Umfeld besonders interessant erscheinen.

2. Das geldpolitische Konzept der Schweizerischen Nationalbank

Zuerst zum Konzept der SNB. Ein geldpolitisches Konzept kann definiert werden als ein "längerfristig gültiges Verfahren, nach dem über den Instrumenteneinsatz zur Verfolgung der Ziele entschieden wird".⁴ Andere Notenbanken bevorzugen an dieser Stelle auch den Begriff der "geldpolitischen Strategie".

Zwischen 1975 und 1999 verfolgte die SNB während eines Vierteljahrhunderts unterschiedliche Varianten von Geldmengenzielstrategien. Instrumente waren hauptsächlich Devisenswaps, als Zwischenziele dienten die Geldmengen. Im Jahr 2000 wurde das aktuelle Konzept eingeführt, in dessen Zentrum die Inflationsprognose steht.

² Vgl. Mervyn King (1998), the Employment Policy Institute's Fourth Annual Lecture on 1 December 1998

³ Vgl. die Vorträge von Mitgliedern des Direktoriums der SNB (erhältlich auf der Homepage der SNB: www.snb.ch) oder Thomas Jordan und Michel Peytrignet (2001), "Die Inflationsprognose der Schweizerischen Nationalbank, *Quartalsheft der SNB* 2(2001).

⁴ Definition aus: Otmar Issing (1996). Einführung in die Geldpolitik, München: F. Vahlen.

Als Instrument dienen Repo-Operationen, als operationelles Ziel dient ein Zielband für den 3M-Libor.

Im neuen geldpolitischen Konzept gibt es kein eigentliches Zwischenziel mehr. Vielmehr wird mittels der Inflationsprognose direkt das Endziel angepeilt. Das Endziel der Geldpolitik blieb immer dasselbe, obwohl sich das geldpolitische Konzept in den vergangenen Jahrzehnten mehrmals veränderte. Ziel der Geldpolitik war und ist es, Preisstabilität zu garantieren und dadurch optimale Rahmenbedingungen für die wirtschaftliche Entwicklung zu schaffen. Im Nationalbankgesetz von 2004 wurde dieser Auftrag konkretisiert, indem festgehalten wurde, dass die SNB die Preisstabilität gewährleistet und dabei der konjunkturellen Entwicklung Rechnung trägt. Dabei handelt es sich jedoch nur um eine Konkretisierung des seit jeher verfolgten Zieles und nicht um ein neues Ziel.

Im Unterschied zu früher sind wir nun auch expliziter darin, was wir unter Preisstabilität verstehen. Wir definieren Preisstabilität als eine Jahresinflationsrate der Konsumentenpreise von unter zwei Prozent. Allerdings ist für die SNB auch Deflation, d.h. ein Rückgang der Konsumentenpreise auf breiter Front, nicht mit dem Ziel der Preisstabilität vereinbar.

Einige Gemeinsamkeiten und Unterschiede zu anderen Konzepten

Im folgenden möchte ich auf einige Gemeinsamkeiten und Unterschiede zu zwei anderen bekannten geldpolitischen Strategien eingehen, nämlich zum klassischen Inflation Targeting und zur Zwei-Säulen-Strategie der Europäischen Zentralbank. Beide Strategien wurden bei der Entwicklung unseres aktuellen Konzeptes intensiv evaluiert. Die SNB entschloss sich jedoch, keine der beiden Alternativen ohne Modifizierungen zu übernehmen. Unser aktuelles Konzept teilt sich zwar einige Elemente mit beiden Konzepten, ist jedoch auf mehr Flexibilität ausgelegt.

Gemeinsamkeiten mit dem klassischen Inflation Targeting

Wie beim klassischen Inflation Targeting steht im Zentrum unseres geldpolitischen Konzeptes eine Inflationsprognose. Steigt die prognostizierte Inflation bei unverändertem Zinssatz gegen Ende des Prognosehorizonts auf über zwei Prozent oder zeigt die Inflationsprognose auf die Gefahr einer deflationären Entwicklung hin, muss damit gerechnet werden, dass die SNB das Zielband für den 3M-Libor über die Zeit derart anpassen wird, so dass die Preisstabilität gewahrt bleibt.

Unterschiede zum klassischen Inflation Targeting

Das Konzept der SNB unterscheidet sich aber in einigen wichtigen Belangen vom klassischen Inflation Targeting.

Die SNB verfolgt *Preisstabilität* und *nicht* ein Inflationsziel. Der Unterschied liegt in der Betonung des mittel- bis langfristigen Zeithorizonts. Es liegt in der Natur der Sache, dass eine Definition von Preisstabilität über einen längeren Zeithorizont Gültigkeit haben muss. Ein Inflationsziel hingegen kann im Prinzip jährlich neu festgelegt werden. In der Tat kam es vor, dass die Inflationsziele in einer Reihe von Ländern mit Inflation Targeting verändert wurden.

Ein zweiter Unterschied zum klassischen Inflation Targeting besteht darin, dass in Ländern mit Inflation Targeting die Inflationsziele den Notenbanken oft von der Politik vorgegeben werden. Im Rahmen des in der Verfassung und im Nationalbankgesetz vorgegebenen Auftrages kann die SNB die Zieldefinition dank ihrer Unabhängigkeit selbst vornehmen. Dies begünstigt eine starke Verankerung der langfristigen Inflationserwartungen.

Ein dritter Unterschied liegt im Grad der Voraussicht: während der geldpolitisch relevante Prognosehorizont bei der SNB drei Jahren beträgt, weisen die meisten klassischen Inflation Targeting Regimes einen Horizont von nur einem oder zwei Jahren auf. Das Konzept der SNB ist somit auch in dieser Hinsicht längerfristig ausgerichtet als eine klassische Inflation Targeting Strategie.

Ein weiterer Unterschied zum Inflation Targeting, welches üblicherweise eine kompromisslose Verfolgung eines Inflations-Punktzieles anstrebt, besteht darin, dass sich die SNB mehr Freiraum in der Zielerreichung vorbehält. Einmal tut sie dies, indem sie sich nicht ein Punktziel für die Inflation setzt. Zum andern behält sich die SNB vor, bei aussergewöhnlichen Situationen temporäre Abweichungen vom Preisstabilitätsziel zuzulassen. Die Frist, bis zu welcher die Inflationsrate nach einer Verletzung der Preisstabilität wieder in den Bereich der Preisstabilität zurückzukehren hat, ist nicht vorgegeben, sondern ist von den Umständen abhängig.

Grund für die Notwendigkeit dieses Freiraums ist, dass die Schweiz als kleine offene Volkswirtschaft stark von Entwicklungen im Ausland abhängig ist. Plötzliche Wechselkursschwankungen oder Preisveränderungen bei importierten Gütern, insbesondere Erdöl, können somit leicht zu einer Verletzung der Preisstabilität führen. Ebenso ist es vorstellbar, dass Veränderungen von Steuersätzen dazu führen könnten, dass die Inflation temporär den Bereich der Preisstabilität verlässt. Aufgrund ihrer

langfristigen Ausrichtung ist es für die SNB weder möglich noch notwendig, solche Abweichungen zu verhindern. Wichtig ist allein, dass die Inflationserwartungen genügend stark verankert sind, so dass temporäre Verletzungen der Preisstabilität nicht in inflationären oder deflationären Preisspiralen münden, d.h. dass Zweitrundeneffekte vermieden werden. Gerade durch die langfristige Orientierung ihrer Geldpolitik erhöht die SNB den Grad der Verankerung der langfristigen Inflationserwartungen und ermöglicht gleichzeitig, dass temporäre Abweichungen von der Preisstabilität nicht unter Inkaufnahme hoher Outputvolatilität bekämpft werden müssen.

Gemeinsamkeiten und Unterschiede mit der Zwei-Säulen Strategie

Diese langfristige Ausrichtung ist es auch, welche das Konzept der SNB mit dem Zwei-Säulen-Konzept der EZB gemeinsam hat. Theorie und Empirie zeigen, dass Inflation langfristig ein monetäres Phänomen ist. Bei der EZB wurde aufgrund dieser Einsicht die sog. "monetäre Analyse" als gleichberechtigt mit der "wirtschaftlichen Analyse" ins Konzept integriert; zusammen bilden sie die zwei Säulen des EZB-Konzeptes.

Eine fortgesetzte Beachtung der Geldmengen und der Kreditmärkte bei der Einschätzung der Inflationssichten ist auch ein charakteristisches Merkmal des geldpolitischen Konzepts der SNB. Geld- und Kreditaggregate stellen potentielle Indikatoren für längerfristige Inflationsrisiken dar. Im Gegensatz zur EZB hat die SNB jedoch darauf verzichtet, die monetäre Analyse als eigenständige Säule in ihr Konzept aufzunehmen. Die SNB setzt demnach auch keinen Referenzwert für die Geldmengenentwicklung. Eine ungewöhnliche Geldmengen- oder Kreditentwicklung ist somit per se noch kein Grund für geldpolitischen Handlungsbedarf; erst wenn eine sorgfältige Analyse zeigt, dass eine solche Entwicklung langfristig möglicherweise zu einer Gefährdung der Preisstabilität führt, wird die SNB entsprechende Massnahmen ergreifen, diese Gefahr abzuwenden.

3. Transmission der Geldpolitik

Im Folgenden möchte ich noch auf einige Aspekte der Transmission der Geldpolitik zu sprechen kommen, und zwar insbesondere auf die Rolle der Finanzmärkte im geldpolitischen Transmissionsmechanismus.⁵

Zuerst möchte ich feststellen, dass Geldpolitik grundsätzlich über die Finanzmärkte auf Konjunktur und Güterpreise übertragen wird. Eine Notenbank betreibt Geldpolitik, indem

⁵ Für ausführlichere Überlegungen zur Rolle der Finanzmärkte in der Transmission der Geldpolitik siehe auch Philipp Hildebrand (2006). "Monetary Policy and Financial Markets", *Financial Markets and Portfolio Management*, 20(1).

sie Preise auf den Finanzmärkten beeinflusst. Die Finanzmärkte sind somit das Bindeglied zwischen Geldpolitik einerseits und Konjunktur und Güterpreisen andererseits.

Der Ausgangspunkt der geldpolitischen Transmission im Konzept der SNB ist der kurzfristige Zinssatz. Er ist der einzige Preis, welcher von der SNB direkt und unmittelbar gesteuert wird. Alle andern Preise auf den Finanzmärkten werden von der Geldpolitik nur indirekt beeinflusst, weil sie (mehr oder weniger stark) vom kurzfristigen Zins abhängen.

Die SNB stellt dem Bankensystem täglich mittels Repo-Geschäften mit üblicherweise einwöchiger Fristigkeit Liquidität zur Verfügung. Dadurch beeinflusst sie unmittelbar die kurzfristigen Zinssätze im Interbanken-Markt. Die SNB legt dabei die Repo-Sätze und die Menge an Liquidität derart fest, dass das operationelle Ziel der Geldpolitik, der 3M-Libor, im vorgegebenen Zielband verweilt. Dieses Zielband wiederum wird an den vierteljährlichen geldpolitischen Lagebeurteilungen der SNB festgelegt.

Zinskanal

Die Geldmarktzinsen allein haben nur einen geringen Einfluss auf die Entwicklung einer Volkswirtschaft. Viel wichtiger sind bei der Transmission über den Zinskanal die längerfristigen Kapitalmarktsätze. Diese sind es, welche über die langfristigen Spar- und Investitionsentscheidungen und somit über den Gang der Wirtschaft entscheiden.

Kurz- und langfristige Zinssätze sind mittels der Erwartungstheorie der Zinsstruktur miteinander verknüpft. Diese Theorie besagt, dass das langfristige Zinsniveau (abgesehen von einer Risikoprämie) ein Durchschnitt aus dem aktuellen Kurzfristzinssatz und den künftigen erwarteten kurzfristigen Zinsen ist. Indem die SNB also die Erwartungen über den künftigen Verlauf der kurzfristigen Zinsen beeinflusst, beeinflusst sie die Langfristzinsen.

Wechselkurskanal

Als kleine offene Volkswirtschaft wird die Schweizer Konjunktur in hohem Masse durch den Aussenwert des Frankens beeinflusst. Wechselkursbewegungen haben eine rasche Wirkung über die Importpreise auf das Preisniveau und danach auf die Nachfrage nach Exporten und Importen. Trotz der grossen Bedeutung des Wechselkurses für die Schweizerische Volkswirtschaft möchte ich aber betonen, dass die SNB kein Wechselkursziel verfolgt. Wechselkursentwicklungen gehen im Normalfall nur bis zu dem Grade in die Überlegungen der SNB ein, in welchem sie die Inflationsprognose beeinflussen. Falls sich die SNB also besorgt über Wechselkursentwicklungen äussert oder sogar scheinbar darauf reagiert, dann ist dies im Normalfall nicht auf die

Wechselkursentwicklung per se zurückzuführen, sondern auf deren Auswirkung auf die Inflationsprognose.

Vermögenskanal

Ich habe eingangs erwähnt, dass die Geldpolitik die Preise auf den Finanzmärkten beeinflusst, somit also auch die Aktienpreise. Die Aktienmärkte sind heutzutage jedoch derart global verflochten, dass die Geldpolitik der SNB die schweizerischen Aktienmärkte kaum noch tangiert. Weltweit ist es jedoch durchaus der Fall, dass die Geldpolitik der grossen Länder (wie z.B. der USA, Europas oder Japans) einen Einfluss auf die weltweiten Aktienmärkte hat. Ebenso kann deren Geldpolitik einen Einfluss auf die Rohstoffpreise haben.

Ein weiterer Transmissionskanal ist der Kanal über die Immobilienpreise. Während Zinsen, Wechselkurse und Aktienmärkte sogleich auf Veränderungen in der Geldpolitik reagieren, dauert dies bei den Immobilienmärkten bedeutend länger, da Immobilien viel weniger liquid sind und nicht wie andere Vermögenswerte in standardisierter Form an zentralen Börsenplätzen gehandelt werden. Daher dauert auch die gesamte Transmission von der Geldpolitik auf die Immobilienpreise und von diesen auf die Gesamtwirtschaft länger als beim reinen Zins- und Wechselkurskanal.

Das Zusammenspiel der Kanäle durch Erwartungsmanagement und Transparenz

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Geldpolitik beim Kurzfristzins ihren Ausgang nimmt, über Erwartungen auf die Langfristzinsen übertragen wird, über die Zinsen die Wechselkurse beeinflusst und sich langfristig auch auf die Preise von Vermögenswerten, insbesondere die Immobilienpreise, auswirkt. Geldpolitik wirkt somit primär durch Erwartungen, nämlich durch die Erwartungen über die zukünftige Entwicklung des kurzfristigen Zinssatzes. Geldpolitik ist somit Erwartungsmanagement.

Alan Blinder, ein amerikanischer Ökonom und ehemaliger Stellvertreter von Alan Greenspan, beschrieb diese Einsicht treffend damit, dass jede Zinsentscheidung als ein *erster Schritt auf einem Pfad* gesehen werden muss.⁶ Oft ist es daher nicht die Zinsentscheidung allein, welche die Märkte bewegt, sondern vielmehr die veränderten Erwartungen über den zukünftigen Zinspfad aufgrund der begleitenden Pressemitteilung.

Aus dieser Sicht ist auch klar, dass Geldpolitik nicht nur an einigen im Voraus festgelegten Tagen im Jahr betrieben wird. Eine Notenbank betreibt immer dann Geldpolitik, wenn sie

⁶ Alan Blinder (1998). "Central Banking in Theory and Practice". The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.

Informationen veröffentlicht, welche die Erwartungen über den zukünftigen Zinspfad verändern. Je klarer eine Notenbank dabei ihre Strategie kommuniziert, umso besser können sich die Märkte vorstellen, wohin der eingeschlagene Pfad führt, und umso exakter werden die Vorstellungen der Notenbank in den Finanzmärkten reflektiert. Transparenz und Kommunikation sind also auch an dieser Stelle von unschätzbarem Wert, indem sie die Wirksamkeit und Präzision der Geldpolitik erhöhen.

Ich setze mich seit Jahren für eine möglichst hohe Transparenz in der Geldpolitik ein. Trotzdem möchte dazu zwei relativierende Bemerkungen anbringen.

Wie soeben erläutert, ist es richtig, dass eine Notenbank durch Erwartungsmanagement Geldpolitik betreiben kann, indem sie die Finanzmärkte dazu bringt, zukünftige Zinsschritte vorwegzunehmen. Der Vice-Chairman des Federal Reserve, Don Kohn, hat diesen Prozess folgendermassen beschrieben: "Statements and policy actions can serve as effective substitutes for one another, at least in the short run."⁷

In der längeren Frist funktioniert diese Substituierung allerdings nicht. Letztlich müssen bei unveränderten Rahmenbedingungen auf die geldpolitischen Worte geldpolitische Taten folgen. Ansonsten setzt eine Notenbank ihre Glaubwürdigkeit aufs Spiel. Letztlich muss eine Notenbank ihre Arbeit tun und nicht nur darüber reden. In diesem Sinne sollte eine Notenbank nie etwas signalisieren, das sie nicht auch tatsächlich beabsichtigt zu tun.

Bei einer glaubwürdigen und transparenten Notenbank besteht zudem möglicherweise die Gefahr, dass die Notenbank sich im geldpolitischen Entscheidungsprozess zu sehr auf Finanzmarktinformationen abstützt, die möglicherweise ihrerseits stark von den Äusserungen der Notenbank beeinflusst sind. Auf diese Weise ergäbe sich ein Szenario, das vergleichbar ist mit demjenigen eines Hundes, der seinem eigenen Schwanz nachrennt. Finanzmärkte orientieren sich an der Notenbank und die Notenbank orientiert sich an den Finanzmärkten. Dabei ist es denkbar, dass sich beide Akteure ablenken lassen und mindestens über einen gewissen Zeitraum die wahre Inflationsdynamik falsch einschätzen. Theoretisch können sich somit die Wahrnehmungen der Finanzmärkte und der Geldpolitik für längere Zeit von der Realität entfernen, bis sich die Erwartungen schliesslich möglicherweise abrupt den gegebenen Tatsachen anpassen.

⁷ Donald Kohn and Brian Sack (2003). "Central Bank Talk: Does it Matter and Why?" Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series 2003-55.

4. Schlusswort

Ich komme nun zum Schluss meiner Ausführungen. In den vergangenen Wochen und Monaten scheint sich weltweit die Unsicherheit über die zukünftige Geldpolitik erhöht zu haben. Dementsprechend divergieren die Prognosen über die zukünftigen Zinsschritte stärker als früher. Schauen Sie sich beispielsweise die Streuung der Prognose für den dreimonatigen Treasury Bill-Satz in den USA an: Die Standardabweichung dieser Prognosen auf ein Jahr hinaus stieg von 20 Basispunkten zu Beginn dieses Jahres auf 50 Basispunkte in der jüngsten Umfrage vom September.⁸ Gemäss diesem Mass hat sich die Unsicherheit über die zukünftige Geldpolitik in den USA somit mehr als verdoppelt.

Nun, Sie mögen sich folgende Frage stellen: Ist es nicht seltsam, dass das geldpolitische Umfeld heute von mehr Unsicherheit geprägt ist, obwohl sich die wichtigsten Notenbanken weltweit aus den oben genannten Gründen so viel Mühe geben, ihre Geldpolitik transparent zu gestalten und dementsprechend auch transparent zu kommunizieren?

Die Antwort auf diese Frage lautet, dass Transparenz nicht automatisch zu einer guten Prognostizierbarkeit führt. Die von den Notenbanken angestrebte Transparenz betrifft ihre Methoden und ihre Denkweise. Damit ein geldpolitischer Pfad gut prognostizierbar wird, müssen auch die makroökonomischen Daten eine eindeutige Sprache sprechen. Weisen jedoch die makroökonomischen Prognosen eine erhöhte Unsicherheit auf, ist auch der zukünftige geldpolitische Pfad unsicher, und zwar nicht nur für die Finanzmärkte, sondern auch für die Notenbanken selbst.

Eine Reihe von Indikatoren spricht dafür, dass sich die Weltwirtschaft nach mehreren Jahren breit abgestützten und ausserordentlich hohen Wachstums an einem Wendepunkt befinden könnte. Angesichts der Tatsache, dass die aktuelle globale Phase der Hochkonjunktur nun bereits mehrere Jahre dauert und zu den besten Wachstumsperioden der letzten dreissig Jahre gehört, kann eine gewisse Wachstumsberuhigung nicht erstaunen. Konjunkturelle Wendepunkte sind allerdings nur sehr schwer prognostizierbar, was die Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung erhöht.

Zur generellen konjunkturellen Unsicherheit kommen im Falle der Schweizer Wirtschaft zusätzliche Unsicherheiten über mögliche strukturelle Veränderungen. Im Vordergrund stehen für mich einerseits die bereits erfolgten sowie hoffentlich weitere Liberalisierungsmassnahmen im Binnenmarkt, andererseits die Öffnung des Arbeitsmarktes für Arbeitnehmer aus der EU.

⁸ Siehe Consensus Economics: Consensus Forecasts vom Januar und September 2006.

In Anbetracht dieser Unsicherheitsfaktoren gilt es, unsere Modelle zu hinterfragen. So zeigen unsere ökonometrischen Modelle beispielsweise zwar an, dass sich die Outputlücke in der Schweiz zu Beginn dieses Jahres geschlossen hat. Trotzdem scheint der Inflationsdruck im aktuellen Konjunkturaufschwung deutlich geringer zu sein als in vergleichbaren Situationen in früheren Jahren. Dadurch erhöht sich aus geldpolitischer Sicht die Unsicherheit über die Höhe des Potentialwachstums und das Niveau des neutralen Zinssatzes.

Eine weitere aktuelle offene Frage betrifft den Wechselkurs des Schweizer Frankens. Die jahrzehntelang beobachtbare Tendenz zur realen Aufwertung des Frankens scheint seit rund vier Jahren zum Stillstand gekommen zu sein. Im selben Zeitraum hat sich der Franken real gegenüber dem Euro um mehr als 10% abgewertet. Es stellt sich zwangsläufig die Frage, wie eine solche Entwicklung zu verstehen ist und inwiefern sie möglicherweise durch fundamentale Faktoren verursacht wird. Diese Fragestellung ist meines Erachtens von zentraler geldpolitischer Bedeutung für die Schweiz. Es gibt zwar eine Reihe von Erklärungsansätzen, zu denen ich mich in den letzten Monaten verschiedentlich geäußert habe. Im Moment gibt es allerdings keine abschliessende und überzeugende Erklärung. Weitere Forschungsarbeiten sind in diesem Bereich auf jeden Fall notwendig.

Aus heutiger Sicht ist es meines Erachtens nicht möglich zu sagen, ob der Trend zur realen Aufwertung nur unterbrochen oder tatsächlich gebrochen wurde. Beim EUR/CHF-Wechselkurs beobachten wir seit rund zwei Jahren eine ausserordentlich tiefe Wechselkursvolatilität. Natürlich gibt es keine Garantie, dass diese Volatilität auch in Zukunft so tief bleiben wird. Gerade im Umfeld eines möglichen konjunkturellen Wendepunkts wäre ein gewisser Anstieg der Wechselkursvolatilitäten nicht erstaunlich. In der Tat hat die EUR/CHF Wechselkursvolatilität seit Anfang des dritten Quartals auch bereits etwas zugenommen, auch wenn das aktuelle Niveau immer noch ausserordentlich tief ist. Unternehmen und Finanzmarktteilnehmer sind aber auf jeden Fall gut beraten, wenn sie sich gerade im momentanen Umfeld tiefer Volatilitäten mit verschiedenen Möglichkeiten der Währungsrisikoabsicherung auseinandersetzen.

Meine sehr verehrten Damen und Herren, sehr geehrter Herr Professor Sturm, ich komme hiermit zum Schluss meines Vortrages. Die aktuellen konjunkturellen und strukturellen Unsicherheiten führen insgesamt zu einer grösseren Bandbreite an möglichen Wirtschaftsverläufen und daher auch zu einer grösseren Bandbreite von Erwartungen über unsere zukünftige Geldpolitik. Gerade in solchen Situationen erhöhter Unsicherheit

erachten wir es für besonders wichtig, den Märkten und der Öffentlichkeit unsere Reaktionsfunktion zu kommunizieren, um die Unsicherheit über die Konjunkturentwicklung nicht unnötigerweise durch Unklarheiten über unsere Ziele und unser Konzept zu erhöhen.

Damit bedanke ich mich herzlich für Ihre Aufmerksamkeit und übergebe das Wort wieder an Herrn Sturm und seine Mitarbeiter.