

Embargo: Dienstag, 2. September 2008, 17:30

Geldpolitik im Spannungsfeld zwischen Inflation und Wachstum

Thomas J. Jordan
Mitglied des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank^{*}

Swiss Venture Club
Mitgliederversammlung 2008
Bern, Hotel Bellevue Palace, 2. September 2008

^{*} Der Referent dankt Dr. Caesar Lack und Dr. Marlene Amstad für die wertvolle Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats.

Einleitung

Die Periode von Anfang 2004 bis Mitte 2007 wurde aus wirtschaftlicher Sicht oft als die beste aller Welten bezeichnet – nicht nur in der Schweiz gingen hohe Wachstumsraten einher mit einer tiefen Inflation, tiefen Zinsen und steigenden Aktienkursen. Mit dem Ausbruch der Finanzmarktkrise hat sich dies jedoch grundsätzlich geändert. Die Weltwirtschaft und damit auch die Geldpolitik im In- und Ausland werden seither an mehreren Fronten mit Herausforderungen konfrontiert: mit einer rückläufigen Konjunktur, mit steigenden Inflationsraten sowie mit den anhaltenden Verwerfungen an den Finanzmärkten. Im Folgenden wird beleuchtet, wie sich diese Herausforderungen konkret in den Konjunktur- und Inflationsaussichten für die Schweiz niederschlagen.

Internationales Umfeld

Der Rückgang der Immobilienpreise in den USA war der unmittelbare Auslöser für den Ausbruch der Finanzmarktkrise im August letzten Jahres. Mehr als die Hälfte des gesamten ausstehenden Hypothekenbestandes in den USA wurde verbriefte, d.h. in Wertpapiere verwandelt, und über die internationalen Finanzmärkte an Banken und Investoren verkauft. Der Preiszerfall solcher Wertpapiere, denen zweit- und drittklassige Hypotheken unterlegt sind, hat weltweit Bankenbilanzen und Finanzmärkte stark belastet sowie die Liquidität in gewissen Segmenten der Finanzmärkte über Nacht versiegen lassen.

Neben den Auswirkungen auf die Finanzmärkte haben die fallenden Häuserpreise auch ganz direkte negative Folgen für die amerikanische Konjunktur – der Häuserbau stagniert, und die Hausbesitzer werden aufgrund des fallenden Werts ihrer Immobilie vorsichtiger und konsumieren weniger. Rückläufige Immobilienpreise sind somit ein konjunktureller Bremsfaktor. Der Immobilienpreisanstieg der letzten Jahre war nicht nur auf die USA beschränkt, sondern ein weltweites Phänomen. Mit etwas Verzögerung auf die USA scheinen nun auch diverse europäische Immobilienmärkte ihren Zenit erreicht zu haben, was die Konjunktur auch in Europa auf absehbare Zeit belasten dürfte.

Seit Herbst letzten Jahres ebenfalls deutlich rückläufig sind die meisten Aktienbörsen. Dies deutet einerseits auf rückläufige Erwartungen bezüglich der Unternehmensgewinne und der Konjunkturentwicklung hin, stellt andererseits aber auch direkt einen belastenden Faktor für die Konjunktur dar, da tiefere Aktienkurse rückläufige Vermögen bedeuten und wiederum über den Vermögenseffekt die Konsumlust dämpfen.

Trotz einer seit Mitte Juli anhaltenden Korrektur befinden sich die Rohstoffpreise, darunter insbesondere der Erdölpreis, immer noch auf sehr hohem Niveau, deutlich höher als vor einem Jahr. Der Rückgang des Ölpreises seit Mitte Juli hat sich bisher noch kaum in tieferen Inflationsraten niedergeschlagen – diese zeigen weltweit immer noch klar nach oben: Lag die durchschnittliche Inflation in den OECD-Ländern letzten August noch knapp unter 2%,

so stieg sie in nur 10 Monaten auf 4,5% an. Höhere Inflationsraten wurden letztmals vor 10 Jahren beobachtet.

Konjunktur Schweiz

Die Schweiz ist eine kleine und offene Volkswirtschaft, deren Konjunktorentwicklung stark von der ausländischen Nachfrage nach ihren Exporten abhängt; rund die Hälfte des schweizerischen Wirtschaftswachstums der letzten drei Jahre ist auf die Zunahme der Nettoexporte zurückzuführen. Trotz der hohen Wirtschaftswachstumsraten in Asien und in den erdölexportierenden Ländern dominiert aus der Sicht des Schweizer Aussenhandels immer noch ganz klar Europa: 68% aller Warenimporte und 62% aller Warenexporte werden mit der EU abgewickelt. Die schweizerische Konjunktorentwicklung ist daher stark von der europäischen Konjunktur abhängig. Nachdem es eine Zeitlang schien, als ob sich Europa dem Konjunkturabschwung in den USA entziehen könnte, lassen die jüngsten Indikatoren darauf schliessen, dass dies nicht gelungen ist und dass Europa aufgrund hausgemachter Probleme möglicherweise sogar einen stärkeren Abschwung als die USA selbst befürchten muss. So zeigen beispielsweise die Einkaufsmanager-Indizes in Europa in den letzten Monaten steil nach unten und signalisieren eine Kontraktion der Industrieproduktion.

Neben der Nachfrage aus Europa ist der Wechselkurs des Frankens ein weiterer Bestimmungsfaktor schweizerischer Exporte: Ein starker Franken schwächt die Exporte, ein schwacher Franken stützt die Exporte. Die Aufwertung, welche der Franken aufgrund der Finanzmarktkrise und seiner traditionellen Rolle als sicherer Hafen im letzten Jahr erfahren hat, bewegte sich in engem Rahmen. Die relative Stabilität des Frankens zum Euro sowie die jüngste Wiedererstarkung des Dollars dürften eine willkommene Stütze für die Exporte und somit die Konjunktur in der Schweiz darstellen.

Während bei der Betrachtung des schweizerischen BIP von der Verwendungsseite her die Entwicklung der Exporte für die Dynamik bestimmend ist, ist die treibende Kraft von der Entstehungsseite her oft der Finanzsektor: Obwohl Banken und Versicherungen im Jahr 2007 nur rund 13% der Wertschöpfung ausmachten, generierten sie über die letzten drei Jahre über einen Viertel (26%) des gesamten Wirtschaftswachstums. Die Wertschöpfung im Finanzsektor hängt stark von der Entwicklung der Finanzmärkte ab und ist eng korreliert mit den Aktienbörsen. Aufgrund der andauernden Finanzkrise und des Rückgangs der Aktienmärkte dürfte der Wachstumsbeitrag des Finanzsektors in der näheren Zukunft bedeutend geringer ausfallen als im Mittel der vergangenen Jahre.

Insbesondere dank eines robusten Privatkonsums dürfte das schweizerische BIP-Wachstum trotz zunehmenden Gegenwinds im aktuellen Jahr noch recht hoch ausfallen – die aktuellen Konsensprognosen lauten auf ca. 2%. Dies entspricht ungefähr dem Potentialwachstum und liegt deutlich höher als die erwarteten Wachstumsraten für Europa und die USA. Diese recht hohe Zahl darf aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Dynamik auch in der Schweiz

abwärts gerichtet ist; das Verlaufswachstum, also das Wachstum gegenüber dem Vorquartal, hat schon deutlich nachgelassen. Das Wirtschaftswachstum dürfte 2009 deutlich geringer ausfallen als in diesem Jahr. Die Dynamik sollte aber im Verlauf von 2009 allmählich wieder zunehmen.

Inflation Schweiz

Was die Inflation betrifft, so widerspiegelt sich der Anstieg der Rohstoffpreise auch im Landesindex der Konsumentenpreise: innerhalb von nur eineinhalb Jahren, seit Februar 2007, stieg die Inflationsrate von 0% auf über 3%. Mehr als die Hälfte des Anstiegs ist jedoch allein auf höhere Preise für Erdölprodukte zurückzuführen. Schliesst man diese Produkte aus, resultiert ein deutlich geringerer Anstieg der Inflation, nämlich von 0,3% auf 1,5%. Verschiedene andere Masse für die Kernteuerung, also den unterliegenden Teuerungstrend unter Ausschluss volatiler Preise, zeigen dasselbe Bild – die Kernteuerung bewegt sich immer noch deutlich unter 2%.

Der jüngste Inflationsanstieg auf über 3% ist hauptsächlich auf sogenannte Erstrundeneffekte zurückzuführen, also auf die unmittelbare Wirkung des Anstiegs der Erdölpreise, auf welche die Geldpolitik der SNB keinerlei Einfluss hat. Es ist in dieser schwierigen wirtschaftlichen Lage wichtig, dass die Erstrundeneffekte nicht zu Zweitrundeneffekten führen. Es muss also verhindert werden, dass auch die Preise der nicht direkt vom Energiepreisanstieg betroffenen Waren und Dienstleistungen zu steigen beginnen. Dies würde zu einem hartnäckigen Anstieg des unterliegenden Teuerungsdrucks führen, dessen Bekämpfung, wie die Erfahrung zeigt, für die Volkswirtschaft sehr kostspielig wäre.

Die SNB verfolgt Preisstabilität nicht als Selbstzweck, sondern weil Preisstabilität letztlich für alle Wirtschaftsteilnehmer von Vorteil ist. Langfristige Preisstabilität ist eine notwendige Voraussetzung für nachhaltiges Wirtschaftswachstum sowie nachhaltigen Wohlstand und soziale Gerechtigkeit. Preise stellen den Massstab dar, den man in einem bedeutenden Teil des täglichen Lebens anwendet und auf den man sich verlassen können muss. Inflation verzerrt diesen Massstab und führt zu willkürlichen Umverteilungen und zu Fehlinvestitionen. Inflation, das heisst ein anhaltender Anstieg der Preise auf breiter Front, ist immer ein monetäres Phänomen, also eine Folge einer zu grosszügigen Geldpolitik. Das Hauptziel der Geldpolitik muss es daher sein, langfristig Inflation zu vermeiden und Preisstabilität zu gewährleisten.

Ausblick

Der Konjunktur- und Inflationsausblick für die Schweiz hat sich im Verlauf dieses Jahres deutlich eingetrübt. Im Vergleich zum Ausland allerdings ist die Schweiz immer noch recht gut positioniert. Für das gesamte Jahr 2008 erwartet die SNB ein Wachstum des realen BIP

zwischen 1,5% und 2%. Die Hauptstütze des Wachstums stellt der robuste Konsum dar. Die Arbeitslosenrate befindet sich auf einem langjährigen Tief, am Immobilienmarkt sind im Gegensatz zum Ausland wenig Übertreibungen auszumachen, und im Kreditbereich sind kaum Anzeichen einer Kreditklemme ersichtlich.

Das solide Wachstum im Jahr 2008 darf aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass seit einiger Zeit deutliche Anzeichen einer Abschwächung erkennbar sind und die Dynamik nach unten zeigt. Das Jahr 2009 dürfte somit deutlich schwächer ausfallen als dieses Jahr. Entscheidend für die mittelfristige Entwicklung der Schweizer Konjunktur sind die Konjunktur-entwicklung in Europa, die Entwicklungen an den internationalen Finanzmärkten sowie die Wechselkursentwicklung. Die sich abzeichnende Konjunkturverlangsamung in Europa sowie die anhaltenden Turbulenzen an den Finanzmärkten werden die Schweizer Konjunktur mittelfristig deutlich abbremsen; der moderate Aussenwert des Frankens dürfte hingegen weiterhin eine wichtige Stütze für die Exporte darstellen.

Was die Inflation betrifft, so dürfte sie aktuell ihren Höhepunkt erreicht haben und in den kommenden Monaten deutlich fallen. Im Frühling nächsten Jahres sollte die Inflation nach Abklingen der Erstrundeneffekte unter die Marke von 2% zu liegen kommen. Die SNB erwartet aus heutiger Sicht, dass sich die Zweitrundeneffekte in engem Rahmen halten werden. Sie hat daher im Juli auf eine Zinsanpassung verzichtet. Ein Rückgang der Inflation würde den Restriktionsgrad der Geldpolitik normalisieren und würde es der SNB weiterhin erlauben, eine abwartende Haltung einzunehmen. Auch die Finanzmärkte gehen im Moment von diesem Szenario aus, weisen doch die Zinsfutures auf eine unveränderte Zinspolitik der SNB hin. Die geldpolitische Lagebeurteilung von Mitte September wird Gelegenheit bieten, die Situation aufgrund einer neuen Inflationsprognose zu überprüfen.

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass die Schweizer Wirtschaft und damit auch die SNB erstmals nach mehreren guten Jahren wieder vor grössere Herausforderungen gestellt werden. Für die SNB gilt es insbesondere, unnötige Wachstumseinbussen zu vermeiden, ohne das Hauptziel der Preisstabilität zu gefährden. Es muss aber auch erwähnt werden, dass die Möglichkeiten der Geldpolitik nicht unbegrenzt sind. Je stärker die Zweitrundeneffekte ausfallen, desto geringer ist der Freiraum der Geldpolitik für die Rücksichtnahme auf die Konjunktur, und desto mehr müsste die SNB zur Wahrung der mittelfristigen Preisstabilität einer solchen Entwicklung entgegenwirken.

Geldpolitik im Spannungsfeld zwischen Inflation und Wachstum

Thomas J. Jordan

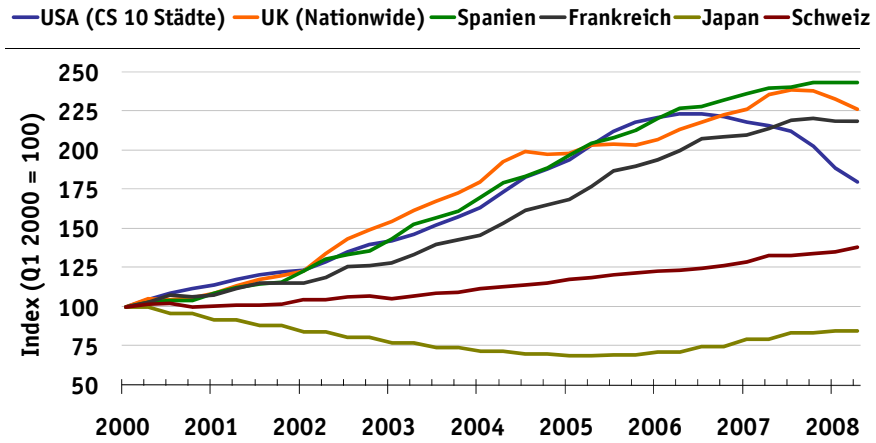
Mitglied des Direktoriums,
Schweizerische Nationalbank

Swiss Venture Club,
2. September 2008, Bern

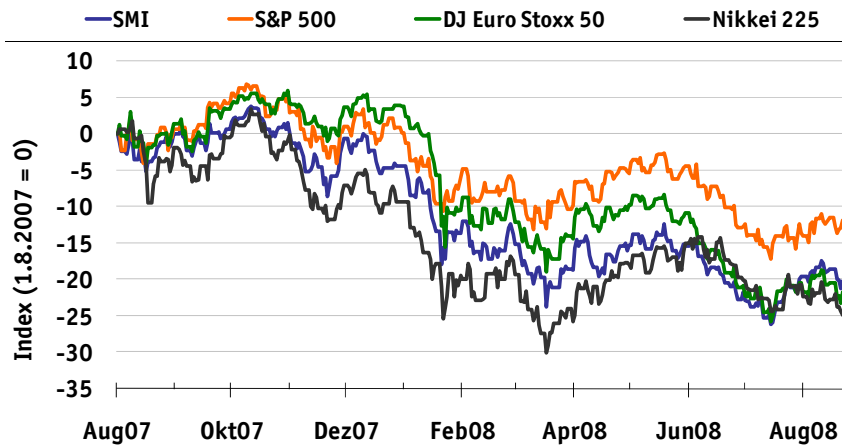
Agenda

- **Internationales Umfeld**
- **Konjunktur Schweiz**
- **Inflation Schweiz**
- **Ausblick**

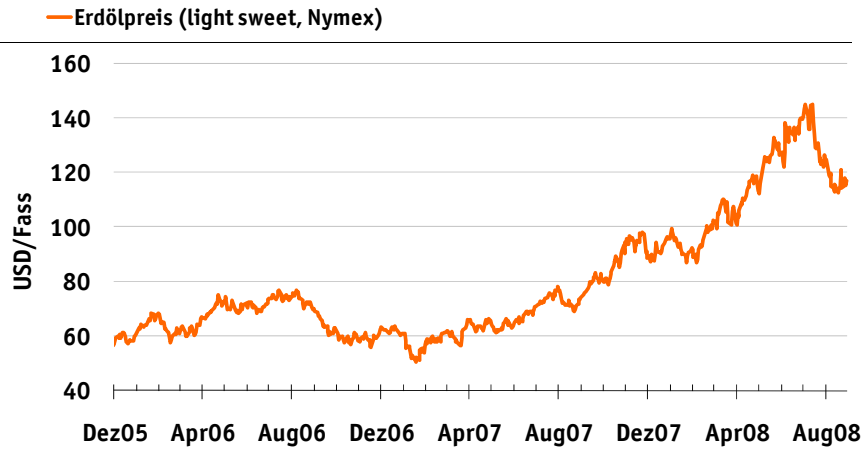
Globale Immobilienpreise



Aktienmärkte



Anstieg der Rohstoffpreise



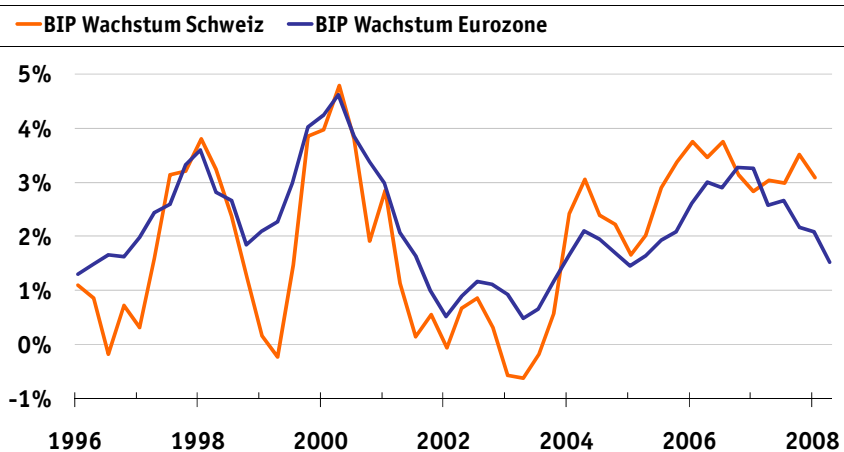
Inflation - ein weltweites Phänomen



Agenda

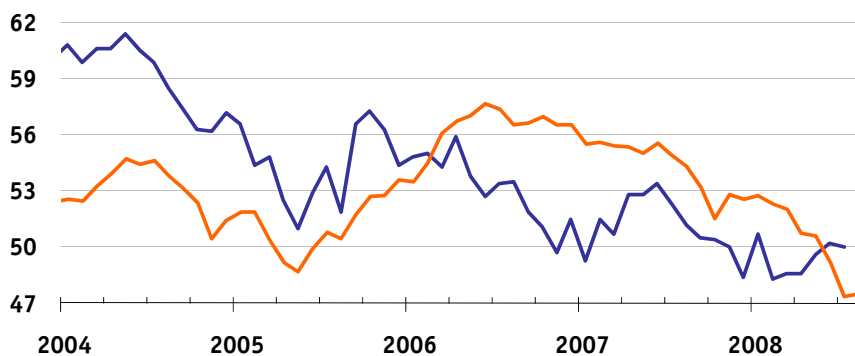
- Internationales Umfeld
- **Konjunktur Schweiz**
- Inflation Schweiz
- Ausblick

Hohe Korrelation mit Europa



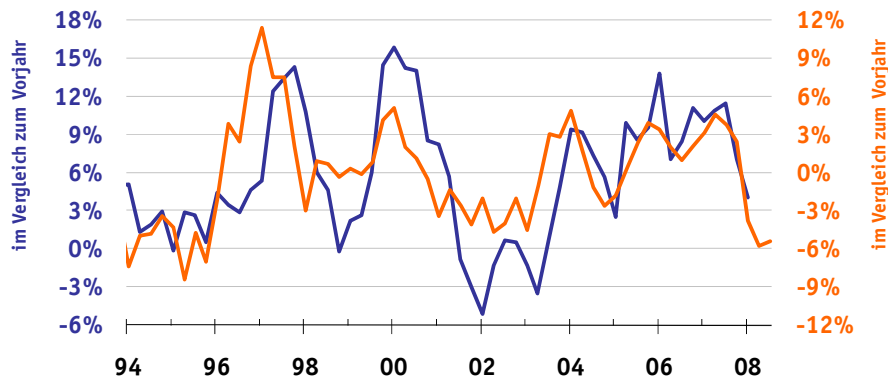
Keine Entkoppelung Europas

— Einkaufsmanager-Index Industrie USA
 — Einkaufsmanager-Index Industrie Eurozone

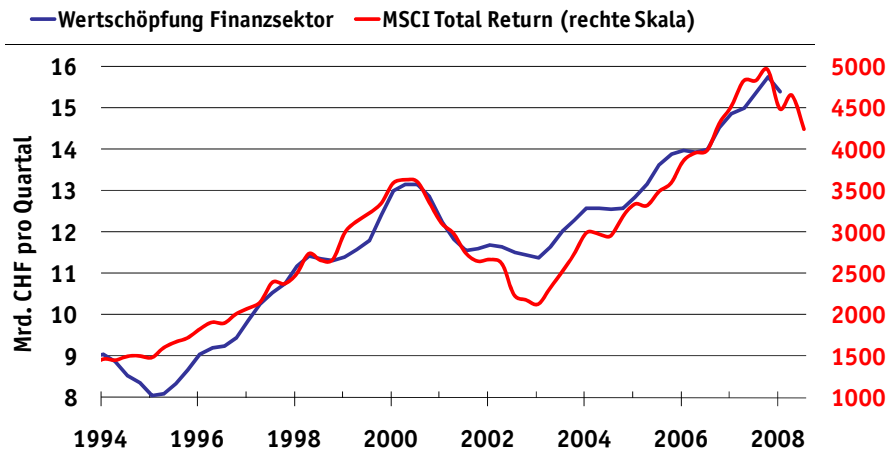


Exporte und CHF-Wechselkurs

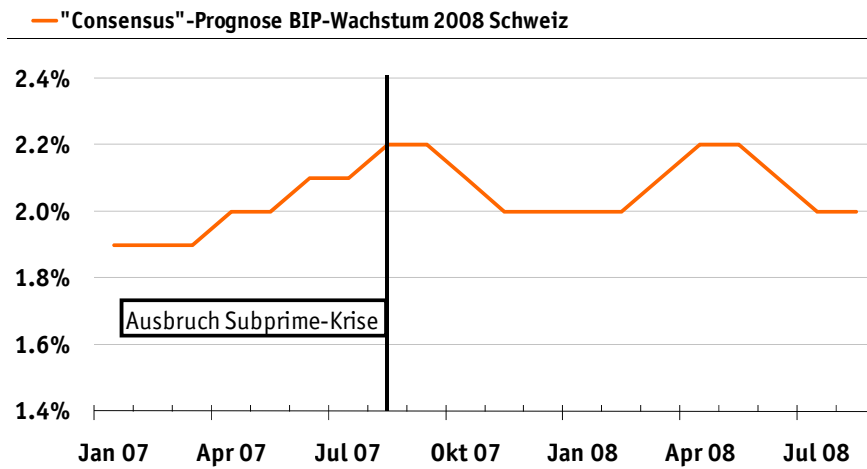
— Exporte (Waren und Dienstleistungen, real, saisonbereinigt)
 — Realer effektiver Wechselkurs (invertiert, rechte Skala)

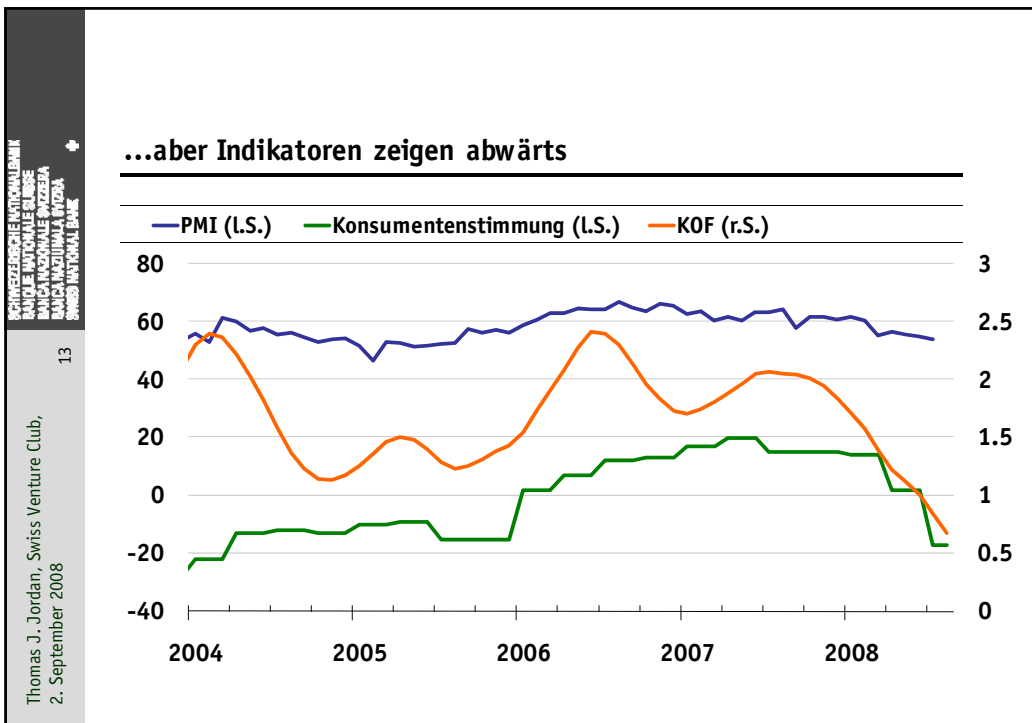


Wertschöpfung im Finanzsektor und Börsenentwicklung



Schweiz hält sich dieses Jahr noch gut...



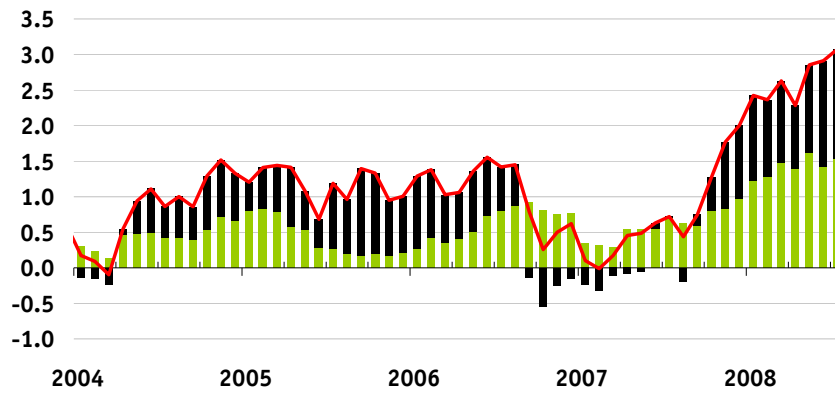


- ## Agenda
- Internationales Umfeld
 - Konjunktur Schweiz
 - **Inflation Schweiz**
 - Ausblick
- SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
 BANQUE NATIONALE SUISSE
 BANCA NAZIONALE SVIZZERA
 SWISS NATIONAL BANK
- Thomas J. Jordan, Swiss Venture Club,
 2. September 2008
- 14

Inflation in der Schweiz

Beiträge zum Schweizer Konsumentenpreisindex

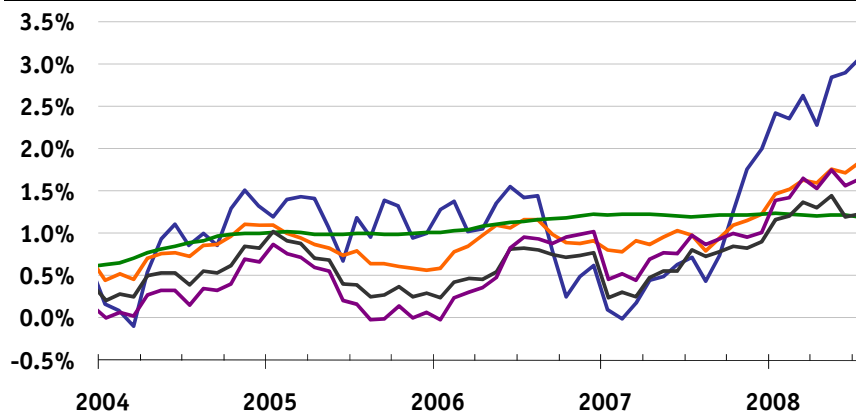
■ Total ohne Erdölprodukte
 ■ Erdölprodukte
 — Inflation



Quelle: SNB

Kerninflation

— KPI
 — TM15
 — DFI
 — BFS1
 — BFS2



Bedeutung der Preisstabilität

- Fördert nachhaltigen Wohlstand und Wirtschaftswachstum.
- Ist sozial und gerecht.
- Fördert gesellschaftliche Stabilität.
- Preisstabilität schafft Freiraum für Geldpolitik.

Agenda

- **Internationales Umfeld**
- **Konjunktur Schweiz**
- **Inflation Schweiz**
- **Ausblick**

Ausblick Konjunktorentwicklung

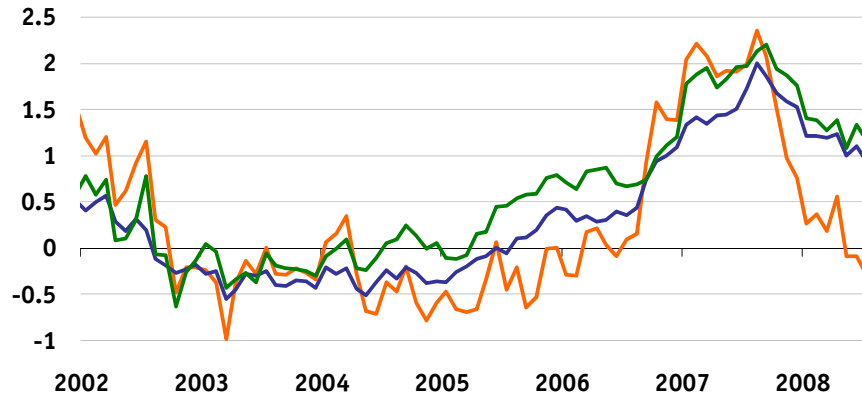
- Im Vergleich zum Ausland noch robust
- Schweiz in vergleichsweise guter Ausgangslage
- 2008: Wachstum von ca. 1,5%-2%
- 2009: deutliche Abschwächung
- Entscheidend für Schweizer Konjunktur:
 - Konjunktorentwicklung in Europa
 - Wechselkursentwicklung
 - Entwicklung der weltweiten Aktienmärkte

Ausblick zur Inflationsentwicklung

- Von zentraler Bedeutung für Inflation:
 - Auf globaler Ebene: Rohstoffpreise, Erdöl
 - In der Schweiz zusätzlich: Frankenkurs, Konjunktur
- Herausforderung an die Geldpolitik:
 - Verankerung der Inflationserwartungen bewahren
 - Vermeidung von Zweitrundeneffekten
- Rückgang der Energiepreise lässt hoffen

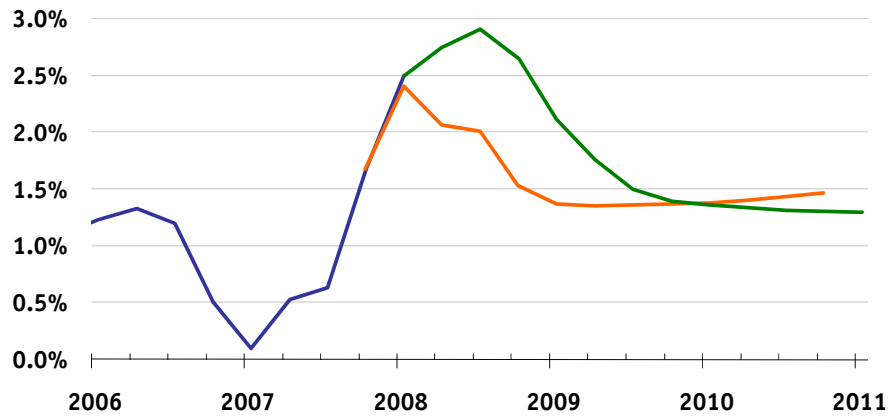
Angemessene Geldpolitik?

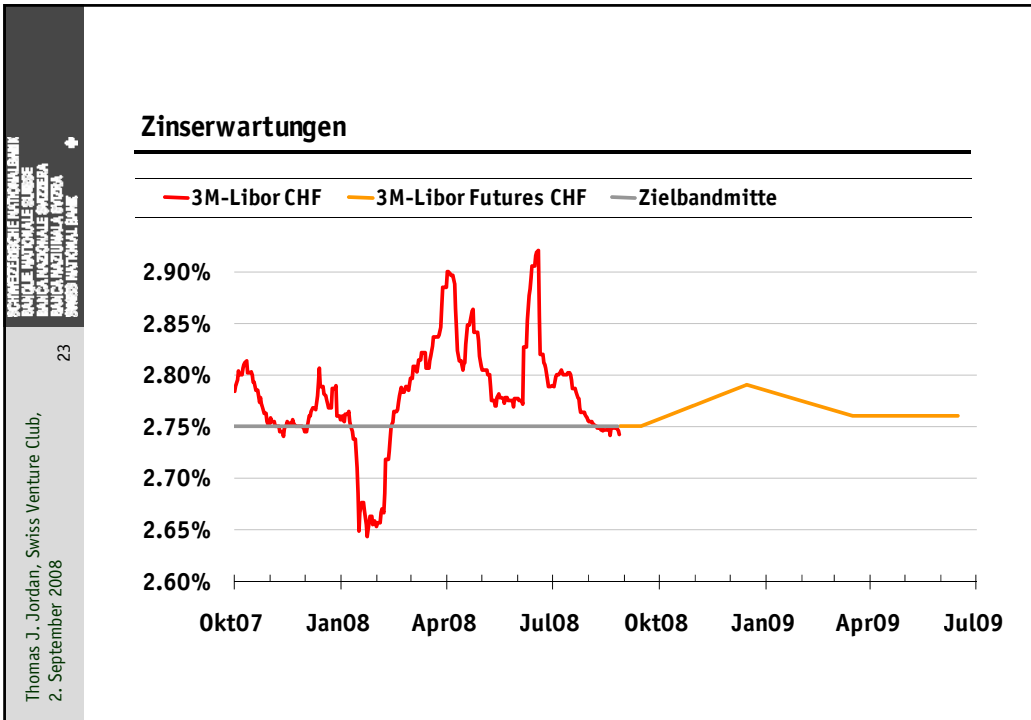
— Realzins (LIK) — Realzins (TM15) — Realzins (LIK ohne Erdöl)



Aktuelle Inflationsprognose

— Inflation — Prognose März 2008 (2.75%) — Prognose Juni 2008 (2.75%)





- Fazit: Geldpolitik im Spannungsfeld**
- Kurzfristige Herausforderung: Systemstabilität
 - Mittelfristige Herausforderung: Vermeidung unnötiger Wachstumseinbussen
 - Mittel- bis langfristige Herausforderung: Sicherung der Preisstabilität
 - Möglichkeiten der Geldpolitik sind begrenzt!