

**Ein Aufschwung mit Risiken – Überlegungen zum aktuellen
Konjunkturverlauf**

Prof. Dr. Bruno Gehrig
Vizepräsident des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank

Generalversammlung der Vereinigung
Schweizerischer Industrie-Holdinggesellschaften (Industrie-Holding)
am 18. Juni 2002 im Hotel Bellevue Palace, Bern

Die schweizerische Wirtschaft und ganz besonders die Industrie blicken auf ein schwieriges Jahr zurück. Zwar spricht Vieles dafür, dass inzwischen die Wende zum Besseren eingetreten ist. Der Erholungsprozess könnte jedoch langsamer ausfallen, als wir noch vor einem halben Jahr erhofft hatten. Trotz einigen Lichtblicken herrschen in vielen Branchen noch Skepsis und Unsicherheit vor.

Ich möchte die Gelegenheit heute dazu nutzen, um die Konjunkturlage, die Aussichten und die Risiken zu erörtern. Dabei geht es mir auch darum, Ihnen die Handlungsmöglichkeiten der Nationalbank aufzuzeigen. Schliesslich sollen einige strukturelle Aspekte der wirtschaftlichen Entwicklung angesprochen werden, die über den Konjunkturverlauf hinaus Gültigkeit haben und die wir nicht aus den Augen verlieren dürfen.

1. Weltwirtschaftliche Entwicklung

Gerade mit Blick auf die Schweiz ist das globale wirtschaftliche Umfeld von entscheidender Bedeutung. Der Konjunkturverlauf ist in unserem Land von keinem einzelnen Einflussfaktor auch nur annähernd so stark abhängig wie von der wirtschaftlichen Aktivität im Ausland.

Beschleunigung

Im Jahre 2000 ging es der Weltwirtschaft so gut wie schon lange nicht mehr. Getrieben vom Boom in der Informationstechnologie, aber auch von eindrucklichen Fortschritten in anderen Branchen, erreichte das Wachstum in den OECD-Ländern im Jahresdurchschnitt fast 4%. Die Entwicklungs- und Schwellenländer verzeichneten einen Zuwachs von fast 6%. Doppelt so stark expandierte das Welthandelsvolumen.

Im OECD-Raum beobachtete man ein starkes Produktivitätswachstum, sinkende Lohnstückkosten sowie eine bemerkenswert geringe Teuerung. An der Spitze stand die amerikanische Wirtschaft, die überaus stark expandierte. Auch viele andere Länder wiesen indessen hohe Wachstumsraten auf. Dieses Zusammentreffen von technologischen Impulsen auf der Angebotsseite, massiver Investitionstätigkeit und der Hoffnung auf eine nahezu unersättliche Nachfrage nach den neuen Produkten war in der Nachkriegszeit einzigartig und erinnert an weit zurückliegende Entwicklungen wie den Eisenbahnboom im 19. Jahrhundert. Gerade solche Vergleiche weckten allerdings auch einiges Unbehagen. Viele Zentralbanken fragten sich besorgt, wann und wie der

Investitionsboom enden und die spekulative Blase an den Aktienmärkten platzen würden und liessen es an Warnungen nicht fehlen.

Verlangsamung

Noch im Laufe des Jahres 2000, als das OECD-Wachstum mit 3,7% kräftig ausfiel, zeichneten sich erste Verlangsamungstendenzen ab. Im Jahr darauf wuchs das reale Bruttoinlandprodukt der OECD-Länder nur noch um 1%. Besonders markant fiel der Umschwung bei den Investitionen aus. Nachdem die reale Bruttokapitalbildung von 1996 bis 2000 jährlich um gut 5% gestiegen war, nahm sie im Jahre 2001 um 1% ab. Überraschend war nicht nur der rasche Konjunkturumschwung, sondern auch die Tatsache, dass fast alle Länder in ähnlicher Weise davon betroffen waren.

Im nachhinein liegt die Ursache für die synchrone Wende auf der Hand. Da war einerseits als primärer Faktor der aufgebaute Investitions- und Kapitalüberhang. Mitschuld sind aber auch eine Reihe von negativen Ereignissen, welche den überwiegenden Teil der Länder gemeinsam trafen: Im Jahre 1999 verdreifachte sich der Rohölpreis. Kurz darauf strafften die Zentralbanken ihre Geldpolitik, um eine inflationäre Überhitzung zu verhindern. Vor gut zwei Jahren endete die Börsenhausse. Mit den Terroranschlägen vom 11. September 2001 schliesslich kam ein weiterer Schock, dessen langfristige politische, ökonomische und möglicherweise auch militärische Folgen sich noch kaum abschätzen lassen.

Ende der neunziger Jahre hatte alle Welt auf ein «Soft landing» der amerikanischen Wirtschaft gehofft, wobei mehr intuitiv als von der Logik her klar war, was man unter einer sanft landenden Wirtschaft genau zu verstehen hatte. Die Landung, die wir schliesslich erlebt haben, war vielleicht nicht ganz so sanft wie erhofft. Angesichts der erheblichen Turbulenzen, welche die Weltwirtschaft in den letzten zwei Jahren erschütterten, ist sie aber doch einigermaßen geglückt. Zwar haben die Marktwirtschaften der OECD mit dem Technologieboom und seinem anschliessenden Platzen einen wichtigen Schock selbst generiert, aber sie haben diese und zusätzliche exogene Erschütterungen mit bemerkenswerter Flexibilität und Robustheit überstanden.

Man konnte zum vorneherein keineswegs davon ausgehen, dass es im letzten Jahr nicht zu einer wirklichen Rezession kommen würde. Im Rückblick war hilfreich, dass die Geldpolitik der späteren 90er Jahre diszipliniert auf Preisstabilität ausgerichtet blieb. Wohl hoben die Zentralbanken mit Blick auf drohende Überhitzungstendenzen ihre Leitzinsen nach dem Millenniumsübergang an, doch mussten sie nirgends schmerzliche Bremsmanöver einleiten. Die Inflation blieb moderat, die Inflationserwartungen tief. Damit

war die Voraussetzung gegeben, die Geldpolitik schon bald wieder zu lockern und damit die Konjunktur wesentlich zu stützen.

Gerade diese neueste konjunkturelle Erfahrung sollte noch vorhandene Zweifel ausräumen: Mit Priorität angestrebte und nachhaltig erreichte Preisstabilität zahlt sich aus. Nicht nur mit Blick auf die sozialen und wirtschaftlichen Schäden inflationärer Fehlentwicklungen. Zusätzlich schaffen Preisstabilität und tiefe Inflationserwartungen erst die Voraussetzungen dafür, dass die Geldpolitik mit einigen Erfolgschancen auf konjunkturrelevante Schocks reagieren und so einen nützlichen Beitrag zur Konjunkturstabilisierung leisten kann.

Risiken

Die Weltwirtschaft hat vermutlich zu Beginn dieses Jahres die Flaute überwunden. Die amerikanische Wirtschaft wuchs im ersten Quartal kräftig, die meisten anderen Industrieländer fanden zumindest wieder auf einen flachen Wachstumspfad zurück. Die Erholung, die wir für dieses Jahr erwarten, ist allerdings nicht breit abgestützt. Sie steht noch auf schwachen Füßen und ist einer Vielzahl alter und neuer Gefahren ausgesetzt.

Zu den alten Gefahren gehört das hohe aussenwirtschaftliche Ungleichgewicht zwischen den USA und dem Rest der Welt. Das amerikanische Ertragsbilanzdefizit ist Ende der neunziger Jahre rasch gewachsen und dürfte heute mit der erreichten Grösse von über 4% des Bruttoinlandprodukts auf die Dauer zu hoch sein. Seine Korrektur erfordert eine Abschwächung des Dollars, die zwar eingesetzt hat, deren Ende aber schwer abzuschätzen ist. Sie macht die amerikanischen Güter gegenüber den europäischen und japanischen Produkten wettbewerbsfähiger, stimuliert das Wachstum in den USA und trägt zum Abbau des Handelsbilanzdefizits bei. Die Hauptfrage – und zunehmend die Hauptsorge – ist, wie rasch und stark der Dollarkurs weiter nachgeben wird.

Ein sanfter Rückgang des Dollarkurses über die nächsten Monate hätte für die Weltwirtschaft mehr positive als nachteilige Folgen. Wohl würden etwa die europäischen Exporte teurer. Gleichzeitig liesse aber auch der Inflationsdruck etwas nach, was wiederum den Handlungsspielraum der EZB vergrössern würde. Ein starker Fall des Dollars hingegen würde gerade für Europa, das sich in den letzten Jahren gerne an den teuren Dollar gewöhnt hat, ein böses Erwachen bringen.

Der Exportsektor erhielte einen empfindlichen Dämpfer – Europa verlöre seine wichtigste Wachstumsstütze. Für die Schweiz schliesslich ergäbe sich zusätzlich die Gefahr einer

übermässigen Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro. Darauf wird zurückzukommen sein.

Gewiss, Risiken gibt es immer. Fraglich ist nur, mit welcher Wahrscheinlichkeit sie eintreten. Bis heute rechnet der allgemeine Konsens wiederum mit einem «Soft landing», diesmal bezüglich des amerikanischen Dollars. Uns allen ist dieses Szenario lieb. Wir müssen aber auch den anderen, ungünstigen Fall im Auge behalten.

Ein zusätzlicher Risikoaspekt ist darin zusehen, dass die amerikanische Wirtschaft möglicherweise länger brauchen wird, um wieder ihre alte Form zu erlangen, als gemeinhin angenommen wird. Das Ende des Technologie- und Investitionsbooms hat viele Unternehmen hart getroffen. Die in den meisten Ländern erfreulich robuste Konsumtätigkeit der privaten Haushalte steht in markantem Kontrast zur Finanz- und Ertragslage zahlreicher Unternehmen, die von den Folgen der Rückschläge empfindlich getroffen worden sind. Zusätzlich erschütterten gravierende Mängel in der Unternehmensführung, wie sie beispielsweise der Enron-Skandal offengelegte, das Vertrauen in die Transparenz der Kapitalmärkte und verunsicherten die Investoren nachhaltig. Dazu kommt, dass die Konsequenzen des 11. September schwer einzuschätzen sind. Beide Faktoren dämpfen die Investitionsbereitschaft und das Konsumentenvertrauen. Sie könnten verhindern, dass die USA die Rolle als zugkräftige Konjunkturlokomotive spielen werden. Europa müsste die Hoffnung begraben, wiederum auf den amerikanischen Konjunkturzug aufspringen zu können. Umso wichtiger ist es, dass man auf unserem Kontinent eigene Anstrengungen zur Überwindung der Konjunkturflaute erbringt und die heiklen Strukturreformen in Angriff nimmt, ohne die Europa längerfristig keine eigenständige Wachstumskraft erreichen kann.

Damit komme ich zur Schweiz.

2. Entwicklung in der Schweiz

Vor dem Hintergrund der schwachen Weltkonjunktur vermochte auch die schweizerische Wirtschaft ihr potenzielles Wachstum von schätzungsweise 2% nicht mehr auszuschöpfen. Ab dem zweiten Quartal 2001 stagnierte sie, und die Arbeitslosigkeit nahm wieder zu. Massiv fiel der Rückgang der Unternehmensinvestitionen aus. Grössere Folgen für die inländische Produktion hatten jedoch die sinkenden Exporte von Investitionsgütern und von Vorprodukten. Im letzten Jahr stieg das reale Bruttoinlandprodukt noch um 1,3%. Das Wachstum fiel damit etwas tiefer aus als im Durchschnitt der EU-Länder. Dank dem kräftig

wachsenden privaten Konsum und der widerstandsfähigen Baukonjunktur war es aber deutlich höher als beispielsweise in Deutschland, unserem wichtigsten Handelspartner.

Der schweizerische Industriesektor mit seinem hohen Anteil an Investitionsgütern bekam den Konjunkturunbruch viel stärker zu spüren als die Gesamtwirtschaft. Bedeutende Teile der Industrie gerieten an den Rand oder gar in eine Rezession. Stark betroffen waren die Maschinenindustrie und deren Zulieferer. Teilweise dramatische Umsatzeinbussen mussten aber auch die im Bereich der neuen Technologien tätigen Unternehmen hinnehmen. Andere Teile der Industrie – etwa die Chemie und die konsumnahen Bereiche – entwickelten und entwickeln sich indessen anhaltend zufriedenstellend bis gut.

Es bestreitet kaum jemand, dass die Probleme zum grössten Teil auf die weltweite Konjunkturverlangsamung und den Einbruch der Investitionstätigkeit zurückzuführen waren. Als zusätzliche Erschwernis kam aber die Höherbewertung des Frankens hinzu. Sie beeinträchtigte die preisliche Wettbewerbsfähigkeit, vor allem in der Industrie, und forderte weitherum hohe Margenopfer.

Wechselkurs und Geldpolitik

Heute liegt der Franken gegenüber dem Euro real um rund 5% höher als vor zwei Jahren. Zieht man den exportgewichteten realen Wechselkurs heran, so hatte die Industrie eine Aufwertung von fast 7% zu verkräften. Auch wenn das Ausmass nicht mit jenem Mitte der neunziger Jahre zu vergleichen ist, kam der Aufwertungsschub zu einem denkbar schlechten Zeitpunkt und löste in Industriekreisen grösste Befürchtungen aus. Die Nationalbank wurde unmissverständlich aufgerufen, der Frankenhausse den Kampf anzusagen.

Der Probleme der Exportwirtschaft sind wir uns angesichts der Bedeutung dieses Sektors sehr wohl bewusst. Gleichwohl galt und gilt es, die gesamtwirtschaftliche Sicht im Auge zu behalten. Was haben wir unternommen? Im März vor einem Jahr senkten wir das Zielband für den Dreimonate-Libor um einen viertel Prozentpunkt auf 2,75-3,75% und reagierten damit – notabene früher als andere Zentralbanken – auf die sich anbahnende konjunkturelle Abschwächung. Nach den Terroranschlägen vom 11. September spitzte sich die Lage an den Devisenmärkten zu und der Franken kam unter starken Aufwertungsdruck. Innerhalb einer Woche nahmen wir den Dreimonate-Libor um einen weiteren Prozentpunkt zurück. Im Dezember und erneut Anfang Mai dieses Jahres senkten wir den Leitzins nochmals um je einen halben Prozentpunkt auf schliesslich 1,25%.

Wir machten bei unseren Zinsschritten – aber auch bei vielen anderen Gelegenheiten – keinen Hehl daraus, dass uns der Aufwertungsdruck auf dem Franken Sorgen bereitete. Mit unserer Geldpolitik waren wir bemüht, auf diese Veränderung zu reagieren. Um dies zu verdeutlichen, sei an die drei Elemente unseres geldpolitischen Konzeptes erinnert: Das erste Element verpflichtet uns, eine stabilitätsorientierte Geldpolitik zu führen – konkret, die Teuerung unter 2% zu halten. Das zweite Element, die mittelfristige Inflationsprognose, stellt die Leitplanke dar, an der wir uns orientieren und den geldpolitischen Handlungsbedarf abschätzen. Das dritte Element besteht aus dem Zielband für den Dreimonate-Libor, mit dem wir unsere geldpolitischen Entscheide kommunizieren.

Sie mögen sich fragen, wo nun konkret Platz für den Wechselkurs ist? Explizit kommt er in der Tat nicht vor und zwar deshalb nicht, weil keine Zentralbank gleichzeitig das Ziel der Preisstabilität und dasjenige eines stabilen Wechselkurses verfolgen kann. Dies ändert jedoch nichts an der Bedeutung des Wechselkurses für die Geldpolitik. Zumal in einer kleinen, offenen Volkswirtschaft dämpft eine reale Höherbewertung der Währung die Konjunktur und wirkt damit tendenziell deflationär. Umgekehrt gehen von einer Tieferbewertung stimulierende Wirkungen und damit preissteigende Effekte aus. Dieser Zusammenhang kommt in der Prognose der Konjunktur und der Inflationsentwicklung klar zum Ausdruck und beeinflusst damit unsere Geldpolitik. Die Diskussion der Wechselkurslage und das Durchspielen verschiedener Wechselkursszenarien ist denn auch ein wichtiges Element jeder geldpolitischen Lagebeurteilung.

Nicht zuletzt im Hinblick auf den Wechselkurs geben wir auch für unseren Leitzins kein Punktziel, sondern ein Zielband von einem Prozentpunkt vor. Dieses Band gibt uns die Möglichkeit, kurzfristig auf Störungen auf dem Geld- und Devisenmarkt zu reagieren. Von dieser Möglichkeit haben wir kurz vor Ostern Gebrauch gemacht, als wir angesichts der erneuten starken Aufwertungstendenz den Dreimonate-Libor in den unteren Bereich des Zielbandes gleiten liessen.

Die Erfahrung lehrt, dass man mit Leitzinsänderungen einen Wechselkurs nicht mit brauchbarer Zuverlässigkeit steuern kann, weil die Beziehung zwischen Zinsdifferenz und Wechselkurs sehr vage ist. Unsere Absicht war vielmehr, auf den restriktiv wirkenden Aufwertungsdruck mit einem stimulierenden Zinsimpuls zu reagieren, um konjunkturell kompensierend zu wirken. Wir entschieden uns zu solchen Zinssenkungen in der Überzeugung, dass dieser Handlungsspielraum im Hinblick auf die Wahrung der Preisstabilität gegeben war. Auf den Einsatz von Interventionen am Devisenmarkt haben

wir verzichtet, nicht aus prinzipiellen Erwägungen, sondern in der Meinung, dass dieses erfahrungsgemäss mit hohen Unsicherheiten verbundene Instrument nur im seltenen Ausnahmefall zum Einsatz gelangen sollte.

In den letzten Wochen hat sich der Wert des Frankens gegenüber dem Euro wieder etwas stabilisiert, zwar auf einem hohen Niveau, aber doch unterhalb der höchsten Notierungen. Dabei ist positiv zu vermerken, dass der oft beobachtete Mokatasseneffekt in neuester Vergangenheit nicht mehr am Werke war; die Abschwächung des Dollars gegenüber dem Euro war nicht mehr begleitet von einer Aufwertung des Frankens gegenüber der europäischen Währung.

Unser System der freien Wechselkursbildung hat für das Land anerkanntermassen wesentliche Vorteile, aber es beschert den internationalen Akteuren gelegentlich schwierige Phasen, in denen Anpassungsfähigkeit und Reaktionsbereitschaft in verstärktem Masse gefordert sind. Umso wichtiger sind intakte strukturelle Voraussetzungen zur unternehmerischen Handlungsfähigkeit.

Strukturelle Aspekte

Die Wirtschaft – der Schweizer Exportsektor – hat seit vielen Jahren bewiesen, dass sie sich trotz gelegentlicher Probleme mit den Wechselkursen auf dem Weltmarkt behaupten kann. Wohl kam es zu Produktionsverlagerungen ins Ausland, nahmen die schweizerischen Direktinvestitionen der Industrie im Ausland in den neunziger Jahren stark zu. Dafür war jedoch im allgemeinen nicht die Wechselkursentwicklung ausschlaggebend. Stärker ins Gewicht fielen etwa die im internationalen Vergleich hohen Kosten für Löhne und für inländische Vorleistungen. Auch dienten Direktinvestitionen im Ausland oft dazu, die Marktstellung zu festigen und neue Absatzmärkte zu erschliessen. Es handelt sich damit oft um eine notwendige Ergänzung zum Standort Schweiz und um unverzichtbare Bemühungen, die Produktion in unserem Land auf wertschöpfungintensive Aktivitäten zu konzentrieren.

Gewiss, unsere Exportwirtschaft profitiert von wesentlichen Standortvorteilen, insbesondere in Bezug auf den Arbeitsmarkt, die fiskalischen Bedingungen, die Infrastruktur und – last but not least – die niedrigen Kapitalkosten. Diese Vorteile haben es ihr erleichtert, ihre Produktivität – auch im europäischen Vergleich – zu steigern und technologisch in vielen Bereichen an der Spitze zu stehen.

Dagegen gibt der kompetitive Status wesentlicher Bereiche unserer Binnenwirtschaft zur Sorge Anlass. In diesen Bereichen ist die Produktivitätsentwicklung unbefriedigend. Sie

liegt weit hinter der Performance des Exportsektors zurück, und dies in einem deutlich grösseren Ausmass als in den meisten anderen Ländern Europas. Dies ist das unvermeidliche Ergebnis einerseits staatlicher, vor allem aber auch zahlreicher privater Wettbewerbsbeschränkungen. Mag sein, dass man den vergleichsweise schwach ausgebildeten Willen zum Wettbewerb mit besonderen historischen und wirtschaftskulturellen Bedingungen erklären kann. Tatsache ist, dass wir dafür einen substantziellen Preis in der Form erheblicher Wohlstandsverzichte zu bezahlen haben.

Inlandgüter sind in der Schweiz nicht nur in einzelnen Bereichen, sondern im Durchschnitt wesentlich teurer. Für die Exportwirtschaft liegt darin der zweifellos gewichtigste Wettbewerbsnachteil. Ganz besonders trifft dies auf den Tourismus zu, der fast alle Vorleistungen im Inland bezieht. Die nicht nur im Moment, sondern im langfristigen Trend höhere Inlandteuerung dürfte überdies einer der Gründe sein, weshalb sich der Franken real tendenziell aufgewertet hat, in den 80er und 90er Jahren um durchschnittlich 0.6% pro Jahr gegenüber der D-Mark. Alles deutet darauf hin, dass sich dieser Trend gegenüber dem Euro fortsetzen wird.

Es ist hilfreich, dass das Problem des mangelnden Wettbewerbs im Innern in letzter Zeit gleich mehrfach thematisiert worden ist. Der Internationale Währungsfonds weist in seinem jährlichen Monitoring der schweizerischen Wirtschaft und Wirtschaftspolitik schon seit Jahren darauf hin. In die gleiche Richtung argumentiert der kürzlich vom EVD veröffentlichte Wachstumsbericht. Und jüngst hat auch die OECD in ihrem Bericht zur Schweizer Wirtschaft darauf einiges Gewicht gelegt. Es scheint in hohem Masse geboten, die Revitalisierung des Binnenmarktes, die in den neunziger Jahren begonnen wurde, mit verstärktem Engagement zum Ziel zu führen.

Nach diesem Abstecher in den Bereich der strukturellen Rahmenbedingungen komme ich – im abschliessenden Teil – zu einigen Überlegungen zum Konjunkturausblick.

3. Ausblick

In der OECD konnte die konjunkturelle Flaute vermutlich zu Beginn dieses Jahres überwunden werden, aber die Erholung ist noch nicht breit abgestützt. Ein bedeutender Teil der Wende war auf das Ende des Lagerabbaus zurückzuführen, somit auf einen naturgemäss erodierenden Impuls. Damit wurde zwar eine wichtige Voraussetzung für das Anspringen der Industriekonjunktur geschaffen. Von einer Erholung der Investitionstätigkeit war aber noch kaum etwas zu spüren.

Nach dem kräftigen Auftakt im ersten Quartal müssen wir damit rechnen, dass die amerikanische Wirtschaft im weiteren Verlauf des Jahres gemächlicher wachsen wird. In Europa stand die Konjunktur noch auf schwachen Beinen. Die konjunkturellen Impulse gingen im ersten Quartal von den Exporten aus, während die Binnennachfrage stagnierte.

Auch in der Schweiz fiel das Wachstum im 1. Quartal noch schwach aus. Erfreulich waren der weiterhin sehr robuste private Konsum und die stabile Bautätigkeit. Wie erwartet bzw. befürchtet war die Entwicklung bei den Ausrüstungsinvestitionen und bei den Exporten durch Schwäche geprägt. Daran dürfte sich auch im laufenden Quartal wenig geändert haben. Auch für eine Besserung am Arbeitsmarkt war und ist es absehbar noch zu früh.

In den letzten Monaten mehrten sich positive Signale. Im Industriesektor stabilisierte sich der Geschäftsgang auf einem tiefen Niveau. Gemäss den Umfragen der Konjunkturforschungsstelle an der ETH vermochte die Industrie ihren Auftragsbestand zu halten und der Abbau der Fertigfabrikatelager kam zum Stillstand.

Seit zwei Monaten scheint sich auch die Nachfrage zu festigen. Sowohl die Binnen- als auch die Exportindustrie meldeten im März und April einen Anstieg der Bestellungen. Gleichzeitig haben sich die Unternehmererwartungen bezüglich der Nachfrage und der Produktion nochmals verbessert.

Wir gehen – wie schon im Dezember letzten Jahres – davon aus, dass die schweizerische Wirtschaft im Jahresdurchschnitt um etwa 1% wachsen wird. Dies ist nur auf den ersten Blick wenig. Um ein solches Ergebnis zu erreichen, müsste der Aufschwung im zweiten Halbjahr an Kraft gewinnen und die Wirtschaft am Ende des Jahres gegen 2% wachsen. Erst dann dürfte auch die Nachfrage nach Arbeitskräften wieder anziehen und die Arbeitslosigkeit langsam zurückgehen.

Wir haben auf dem Hintergrund dieser konjunkturellen Lagebeurteilung und auf der Basis einer nicht problematischen Inflationsprognose letzten Freitag beschlossen, den Leitzins bei 1¼ Prozent unverändert zu belassen. Aber wir sind und bleiben uns der einleitend für die OECD erwähnten Risiken bewusst. Für die schweizerische Wirtschaft hängt besonders viel davon ab, wie rasch und wie stark sich das europäische Konjunkturmilieu in den kommenden Monaten festigen wird. Mit erhöhter Aufmerksamkeit – und bis heute nicht ohne Sorge – verfolgen wird die Konjunktur in Deutschland. Den grössten Risikofaktor bildet ohne Zweifel der Wechselkurs in einem Umfeld, das vor neuen Wellen der Risikoaversion nicht gefeit ist. Aber die wirtschaftliche Entwicklung kann uns auch im Positiven überraschen, wie wir das in den Monaten nach dem Millenniumswechsel erlebt

haben. Wir bleiben handlungsbereit im Dienste unseres Auftrags, Preisstabilität zu sichern und im Rahmen des damit vorgegebenen Handlungsspielraums unseren Beitrag zur Stabilisierung der Konjunktur zu leisten.