

## **Aktuelle geldpolitische Lage und konjunkturelle Aussichten**

Dr. Philipp M. Hildebrand

Mitglied des Direktoriums

Schweizerische Nationalbank

«1. Wirtschaftsforum Bodensee»

Finanzinstitute Thurgau an der Universität Konstanz,

Ort: Evangelisches Kirchgemeindehaus in Kreuzlingen

Montag, 26. April 2004

## **Begrüssung**

Ein ökonomischer und geldpolitischer Ausblick beginnt am besten mit einem Blick in die Vergangenheit. Deshalb werde ich zuerst das wirtschaftliche Umfeld der letzten Monate skizzieren und mich erst danach der schwierigeren Aufgabe des ökonomischen und geldpolitischen Ausblicks zuwenden. Dabei möchte ich Ihnen die wichtigsten Eckwerte zur konjunkturellen Entwicklung und die damit verbundenen Risiken erläutern. Geldpolitik ist grundsätzlich und permanent von tief greifenden Unsicherheiten geprägt. Ein vorsichtiges Abwägen von Risiken gegenüber einem Basisszenario entspricht deshalb auch dem Herzstück der auf die mittelfristige Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank.

## **Rückblick**

Nach langem Warten und mehreren zermürbenden Fehlanzeigen, scheint der Aufschwung nun Realität zu sein. Die Schweiz erreichte den zyklischen Tiefpunkt im zweiten Quartal 2003. Dann folgten gemäss den offiziellen Schätzungen des Staatsekretariats für Wirtschaft (SECO) zwei Quartale mit moderatem Wachstum von auf Jahresbasis hochgerechneten 1,9%. Knapp zwei Prozent Wachstum nehmen sich im internationalen Vergleich zwar bescheiden aus. Trotzdem entspricht dies einer Zunahme, die über dem aktuellen Potentialwachstum der Schweizer Wirtschaft liegt. Dennoch bleibt unser Wirtschaftsumfeld vorerst noch von Überkapazitäten geprägt. Dies signalisiert nicht zuletzt der Arbeitsmarkt. Die Arbeitslosigkeit, die erwartungsgemäss erst mit einiger Verzögerung reagiert, hat sich seit dem Herbst 2003 nur leicht vermindert und verharrt gegenwärtig auf 3,9%.

Wie vieles in der Schweiz, so kommen auch die Impulse für die Schweizer Konjunktur zum grossen Teil aus dem Ausland. Dort wurde das Konjunkturgeschehen in letzter Zeit von vier wichtigen Entwicklungen geprägt.

Erstens hat die republikanische Regierung in den USA zusammen mit dem Kongress seit 2002 eine historisch einmalige fiskalpolitische Kehrtwende vollzogen (Grafik 1). Seit Herbst 2000 wurde die amerikanische Staatsrechnung von einem Überschuss von über ein Prozent des BIP in ein Defizit von 6% des BIP verwandelt. Diese Entwicklung ist nur teilweise konjunkturell zu verstehen. Die massiv erhöhten Verteidigungs- und Sicherheitsausgaben haben ihre Wurzeln in den tragischen Ereignissen vom 11. September 2001. Auf der Einnahmenseite wurden Steuererleichterungen beschlossen, die

während der letzten Präsidentschaftswahlkampagne versprochen wurden. Aus heutiger und vor allem aus europäischer Sicht ist festzustellen, dass diese amerikanischen Fiskalimpulse den globalen Konjunkturzyklus zum richtigen Zeitpunkt positiv beeinflusst und daher für die Erholung der Weltwirtschaft einen entscheidenden Beitrag geleistet haben.

Zweitens war die amerikanische Notenbank in der Lage, in einem post-bubble Umfeld von massiven Überkapazitäten und dementsprechend tiefen Inflationsraten die geldpolitischen Zügel massiv zu lockern. Unter dem Vorsitz von Alan Greenspan hat die Federal Reserve dies konsequent getan. Vor drei Jahren lag der amerikanische Leitzinssatz noch bei fünf Prozent. Heute liegt er bei einem Prozent. Dieses Leitzinsniveau wurde letztmals in den vierziger Jahren erreicht. Dank diesen weitgehenden fiskalischen und monetären Impulsen und den damit einhergehenden Vermögenszuwachsen der Haushalte konnte sich die amerikanische Wirtschaft rasch aus der Rezession, die sich im Nachhinein als äusserst kurzlebig erwiesen hat, erheben. Im Jahre 2003 beschleunigte sich das Wachstum des BIP markant und erreichte mit 8,2% im dritten Quartal einen 20-jährigen Höchstwert. Seitdem scheint sich die Wachstumsrate bei gut 4 Prozent stabilisiert zu haben.

Drittens haben die konjunkturellen Impulse aus Amerika in anderen Ländern einen fruchtbaren Boden gefunden. Selbst Japan kehrte erfreulicherweise nach über einem Jahrzehnt quasi Stagnation auf den Wachstumspfad zurück. Die japanische Wirtschaft expandierte im Jahre 2003 um etwas mehr als drei Prozent, nicht zuletzt dank des anhaltend starken Wachstums in China. Die Wirtschaft in Europa belebte sich ebenfalls, wenn auch nur in enttäuschend bescheidenem Ausmass. Insgesamt befinden sich somit alle grossen Wirtschaftsblöcke – zwar mit einigen Unterschieden bezüglich Tempo und Timing – auf dem gleichen positiven Wachstumspfad. Dies war in den früheren globalen Aufschwungphasen von 1982 und 1990 nicht der Fall (Grafik 2). Diese Synchronisierung des globalen Aufschwungs ist aus meiner Sicht ein ausserordentlich wichtiger Punkt, auf den ich noch zurückkommen werde.

Viertens bleibt der globale Inflationsdruck trotz synchron verlaufender Erholung vorläufig bescheiden. In den Vereinigten Staaten scheint die Kerninflation ihren Tiefpunkt durchschritten zu haben. Sie zeigt allerdings noch keine Anzeichen einer besorgniserregenden Beschleunigung. In den OECD-Ländern beträgt sie 1,9%, respektive 1,6% für die Kerninflation (ohne Nahrungsmittel und Energie). Weltweit verharret die Inflation seit 2000 auf unter 5%, während sie Anfang 1995 noch bei über 15% lag. Dieser Rückgang ist vor allem auf die Erfolge bei der Inflationsbekämpfung in den

Schwellenländern zurückzuführen. Ende 2003 unterschritt die globale Inflationsrate sogar zum ersten Mal seit den sechziger Jahren die 3%-Grenze. Die Zähmung der Inflationshydra ist einerseits das Ergebnis der Konvertierung der meisten Länder zu einigen grundsätzlichen Prinzipien bei der Gestaltung und Implementierung der Geldpolitik. Andererseits haben die Globalisierung und der damit verbundene stark wachsende globale Wettbewerb sowie die teilweise sehr hohen Produktivitätsfortschritte der letzten Jahre die Inflationstendenzen stark gedämpft. In den USA konnte ein Produktivitätswachstum von über 4% die steigende Tendenz bei den Löhnen und den Rohstoffpreisen bis anhin mehr als kompensieren.

Kehren wir nun zurück in die Schweiz: Die positiven Entwicklungen im Ausland haben auch hierzulande ihre Spuren hinterlassen. Die schweizerische Wirtschaft wird vom Anziehen der internationalen Konjunktur, dem nach wie vor geringen Inflationspotential und den damit verbunden tiefen Zinssätzen positiv beeinflusst. Die günstige Entwicklung des zweiten Semesters 2003 sollte sich auch im ersten Quartal 2004 fortgesetzt haben (Grafik 3). Die Exporte nahmen dank globaler Erholung stark zu. Sehr positiv scheint mir, dass das Wachstum der Exporte in alle grossen Wirtschaftsräume positiv war. So stiegen die Exporte nach Europa gleich schnell wie die in andere Länder, auch wenn das Wirtschaftswachstum im alten Kontinent etwas im Rückstand blieb. Diese günstige Entwicklung zeugt von der Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Exportunternehmen gegenüber der europäischen Konkurrenz. Mitgeholfen hat sicher auch die Abschwächung des Frankens gegenüber dem Euro im Jahre 2003.

Nach einer durch Angebotsfaktoren ausgelösten Wachstumsschwäche, die vor allem ein Spiegelbild der globalen Situation war, zeigen die letzten zwei Quartale des Jahres 2003 nun auch robuste Ausrüstungsinvestitionen von rund 7 Prozent annualisiert. Auch der private Konsum erholte sich als Folge einer verbesserten Konsumentenstimmung: im vierten Quartal stieg er um 3,1%. Da eine stärkere Erhöhung des Konsums nur in begrenztem Rahmen zu erwarten ist, scheint mir die Belebung der Investitionstätigkeit für die nächste Phase des Aufschwungs besonders wichtig.

Wie Sie wissen, hat die Schweizerische Nationalbank die geldpolitischen Rahmenbedingungen seit längerer Zeit sehr expansiv gehalten: Unser Leitzins, der Dreimonats-Libor liegt seit mehr als einem Jahr bei rund 0,25%, während sich der nominale Aussenwert des Franken trotz der USD-Abschwächung stabil halten konnte. Der reale Wechselkurs liegt genau auf dem Durchschnitt der letzten 15 Jahre.

Trotz expansiver Geldpolitik blieb die Inflation auch in der Schweiz sehr moderat. Seit 1994 hat sie praktisch immer zwischen null und zwei Prozent geschwankt. Im März ist die Zwölf-Monatsteuerung allerdings wieder einmal mit -0,1% leicht ins Negative gerutscht. Diese Entwicklung sollte aber nur vorübergehend sein. Wir rechnen mit einer leicht positiven Inflation für 2004.

## **Ausblick**

Nun, meine Damen und Herren, Sie werden sich sagen: «so weit, so gut – aber wie geht es weiter? Ist der Aufschwung wirklich nachhaltig? Bringt der Aufschwung trotz weit verbreiteter Deflationsangst im letzten Jahr erneute Inflationsgefahr und somit stark ansteigende Zinsen mit sich?» Wie ich am Anfang angedeutet habe, begeben wir uns hier zwangsläufig in eine Zone der ökonomischen und geldpolitischen Ungewissheit. Was wir mit Sicherheit wissen, ist, dass unsere Exportverflechtung tendenziell zunimmt – eine Entwicklung, die im internationalen Vergleich nichts Ungewöhnliches an sich hat. Unsere kleine und offene Volkswirtschaft ist demnach stärker als in der Vergangenheit von den Geschehnissen in der Weltwirtschaft geprägt. Besonders wichtig ist in dieser Beziehung die Entwicklung in Europa, da die Korrelation zwischen unseren Zyklen und denjenigen in Europa besonders ausgeprägt ist. Doch auch bei starker Europalastigkeit der Schweizer Wirtschaft stellen wir fest, dass mindestens in der jüngeren Vergangenheit die Wachstumsimpulse aus Amerika kommen, und zwar tendenziell mit einer Verzögerung von zwei bis vier Quartalen. So beginnt auch mein Ausblick mit den USA.

Da fiskal- und geldpolitische Impulse in der zweiten Jahreshälfte mindestens relativ gesehen allmählich wegfallen werden, muss der Aufschwung in Amerika selbsttragend werden. In dieser Beziehung spielt die Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt eine besondere Rolle: Nur wenn die Haushalte geringere Befürchtungen über die Sicherheit ihres Arbeitsplatzes hegen müssen, kann der private Konsum die auslaufenden wirtschaftspolitischen Impulse ersetzen. In dieser Beziehung sorgten die Statistiken, die Anfang Jahr veröffentlicht wurden, für einige Besorgnis. Die Dynamik am Arbeitsmarkt war ausserordentlich schlecht. Sogar im Vergleich mit der berühmten-berühmten «jobless recovery» der frühen Neunziger Jahre hat der aktuelle Wirtschaftsaufschwung in den USA bisher deutlich weniger neue Stellen geschaffen. Allerdings ist die latente Gefahr einer erneuten «jobless recovery» nach den letzten überraschend guten Beschäftigungszahlen wieder in den Hintergrund getreten. Die Aussichten auf eine nachhaltige

Wachstumsdynamik erscheinen wieder günstiger. Die Konsensprognosen für das BIP-Wachstum 2004 in Amerika liegen dementsprechend bei aktuell 4,6% (Grafik 4).

In Europa ist der Aufschwung zwar da, scheint aber noch wenig Eigendynamik entwickelt zu haben. In den letzten Monaten sind die Konsensprognosen für das BIP-Wachstum 2004 eher zurückgegangen. Sie erreichten im April magere 1,6% (Grafik 4). Grundsätzlich ist zwar das konjunkturpolitische Umfeld in Europa restriktiver als in den USA oder in der Schweiz. Trotzdem ist die Ursache der europäischen Wachstumsschwäche kaum bei der Geld- und Fiskalpolitik zu finden, welche auch in Europa tendenziell expansiv ist. Auch der private Sektor scheint nach weitgehenden Restrukturierungen fit für den Aufschwung. Vielmehr erweisen sich die fehlenden Fortschritte an der Front der öffentlichen Strukturreformen als wahrscheinlich dominanter investitionshemmender Faktor.

Der Ausblick für den asiatischen Raum sieht dagegen deutlich günstiger aus: Das ungebrochene chinesische Wachstum von gegen 9% sollte auch die Wirtschaft der Nachbarländer positiv beeinflussen. Auch Japan wird, dank seinem starken Exportüberschuss, davon überdurchschnittlich profitieren. Die Konsensprognosen für das japanische BIP-Wachstum im Jahre 2004 wurden von Monat zu Monat nach oben revidiert und erreichten im April einen Wert von gegen 3%.

Dieser positive Ausblick für die Weltkonjunktur ist erfreulich. Wenn er sich realisiert, wird sich auch in der Schweiz die wirtschaftliche Erholung weiter festigen und sich das Wachstum breiter abstützen. Neben einer robusten Zunahme der Exporte und der Ausrüstungsinvestitionen dürfte auch der private Konsum als Folge einer verbesserten Konsumentenstimmung weiter steigen, wenn auch, wie bereits erwähnt, keine massiven Nachholeffekte zu erwarten sind. Die ab Mitte 2004 erwartete Besserung auf dem Arbeitsmarkt wird sich aber trotzdem positiv auf den Konsum auswirken. Zudem haben auch unsere Unternehmen ihre Bilanzen saniert und ihre Ertragskraft gesteigert. Eine Bestätigung des Aufschwungs könnte hier eine neue Investitionswelle verursachen. Auch die Bauinvestitionen zeigen wieder eine positive Tendenz. Die vorlaufenden Zementlieferungen deuten gar auf eine Akzentuierung dieser Entwicklung im ersten Quartal dieses Jahres hin. Zurzeit geht die Nationalbank für 2004 von einem Wirtschaftswachstum von 1,5% - 2% aus. Damit dürften die Produktionskapazitäten in den kommenden Quartalen auch wieder besser ausgelastet werden.

Ich habe bereits auf die synchronisierte Dynamik des weltweiten konjunkturellen Aufschwungs aufmerksam gemacht. Verschiedene Marktschätzungen gehen davon aus, dass die weltweite konjunkturelle Synchronisierung rekordverdächtig ist. Der Internationale Währungsfonds erwartet für das laufende Jahr ein globales Wachstum von 4,6% (2003: 3,9%). Dieser Wert entspräche übrigens mit Ausnahme des Jahres 2000 der grössten Jahresexpansion der Weltwirtschaft seit 16 Jahren. Auch die vorhergesagten Wachstumszahlen des Welthandels (+6,8%) widerspiegeln die Beschleunigung der Weltwirtschaft. Mit Blick auf diese Zahlen schliesse ich auch für die Schweiz weitere positive konjunkturelle Überraschungen nicht aus.

Wie aber bringt man eine solche durchaus positive Einschätzung des wirtschaftlichen Ausblicks in Einklang mit dem heutigen, sehr expansiven Kurs der Geldpolitik? Ich möchte hier fünf konkrete Punkte ansprechen. Erstens gehen wir davon aus, dass die Schweizer Wirtschaft zurzeit noch über unbenützte Kapazitäten verfügt (Grafik 5). Somit besteht auch bei Wachstumsraten, die leicht über dem Potentialwachstum der Schweiz liegen, keine unmittelbare Inflationsgefahr. Zweitens stehen grosse Teile der Schweizer Wirtschaft weiterhin unter wachsendem Globalisierungs- und dementsprechend Wettbewerbsdruck. Dieser Druck wird vor allem durch die Integration von China und Indien in die Weltwirtschaft erzeugt. Danach ist die Möglichkeit der Firmen, ihre Preise zu erhöhen, limitiert. Drittens hat zwar die wirtschaftliche Integration von China und Indien auch eine Nachfragedimension, die sich in erster Linie über hohe Rohstoffpreise manifestiert. Bis anhin scheinen diese steigenden Rohstoffpreise allerdings grossteils von sinkenden Lohnkosten kompensiert worden zu sein. Zudem haben sich Rohstoffpreise in der Vergangenheit als nicht besonders verlässliche Inflationsindikatoren erwiesen (Grafik 6). Viertens stehen die mit der aktuellen Nullzinspolitik stark angestiegenen Geldaggregate mindestens teilweise im Zusammenhang mit zahlreichen Portfolioumschichtungen. Demzufolge konnten wir auch insbesondere im März eine deutliche Normalisierung des Geldmengenwachstums feststellen. Auch die aktuelle Entwicklung der Kredite gibt wenig Anlass zu Besorgnis. Fünftens, und hier komme ich auf meine Einleitung zurück, bleibt die Einschätzung eines weitgehend positiven Ausblicks mit wichtigen downside risks behaftet. Ein Abflachen der internationalen Konjunktur nach Wegfallen der historisch ausserordentlichen finanz- und geldpolitischen Massnahmen in den USA oder eine ungünstige Entwicklung auf den Finanzmärkten im Hinblick auf die globalen Leistungsbilanzungleichgewichte repräsentieren gerade für die Schweiz als kleine offene Volkswirtschaft mit eigenständiger Währung beträchtliche Risiken. Dazu kommen, wie

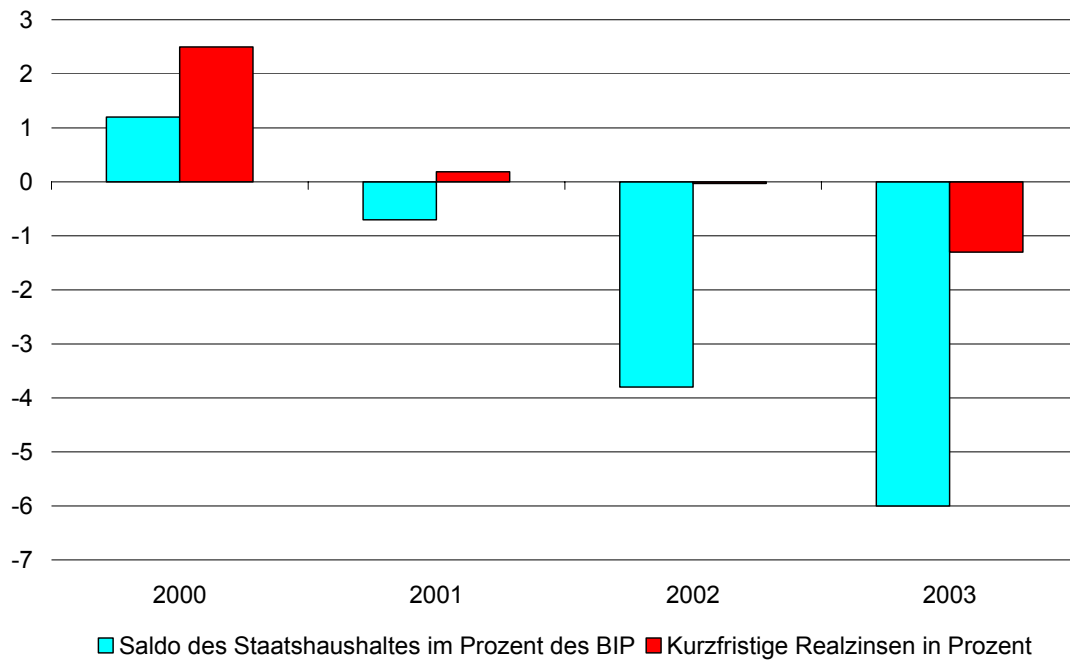
Ihnen allen bewusst ist, verschiedene teilweise erhebliche geopolitische Risiken, die aus Schweizer Sicht unerwünschte Wechselkurseffekte produzieren könnten.

Zusammenfassend sind wir uns bewusst, dass der gegenwärtige Kurs der Geldpolitik sehr expansiv ist. Wenn sich die erwartete Erholungsdynamik einstellt und das Wachstum genügend stark ausfällt, um die Kapazitätsauslastung unserer Wirtschaft weiter zu steigern, wird die SNB ihre Geldpolitik normalisieren und damit die Preisstabilität mittelfristig gewährleisten. Denn es ist selbstverständlich, dass die aktuellen Inflationsraten keine grundsätzliche Rechtfertigung der aktuellen Geldpolitik sein können. Diese muss sich an der mittelfristigen Inflationsgefahr orientieren.

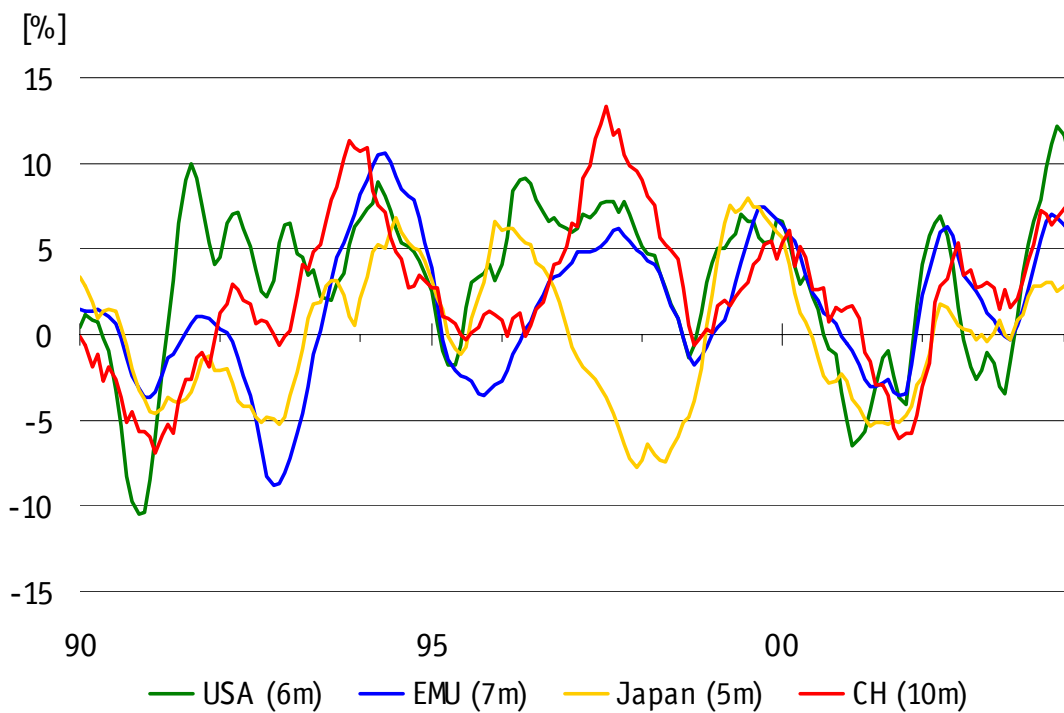
Meine Damen und Herren. Ich danke Ihnen für Ihre Aufmerksamkeit.



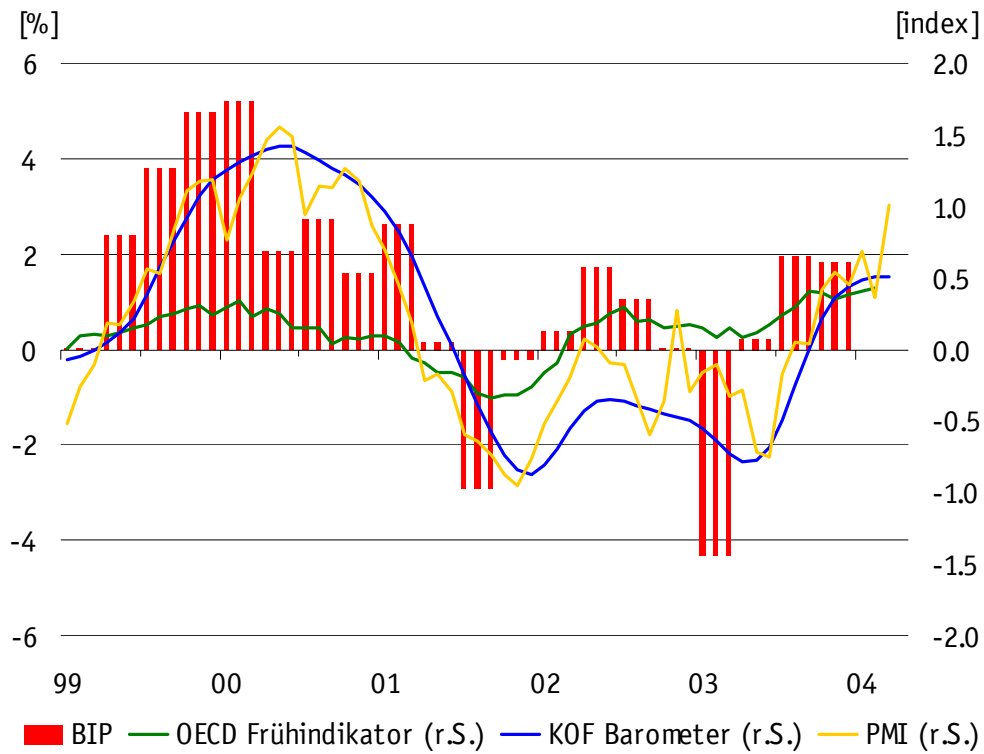
Grafik 1  
Fiskal- und Geldpolitik in Amerika



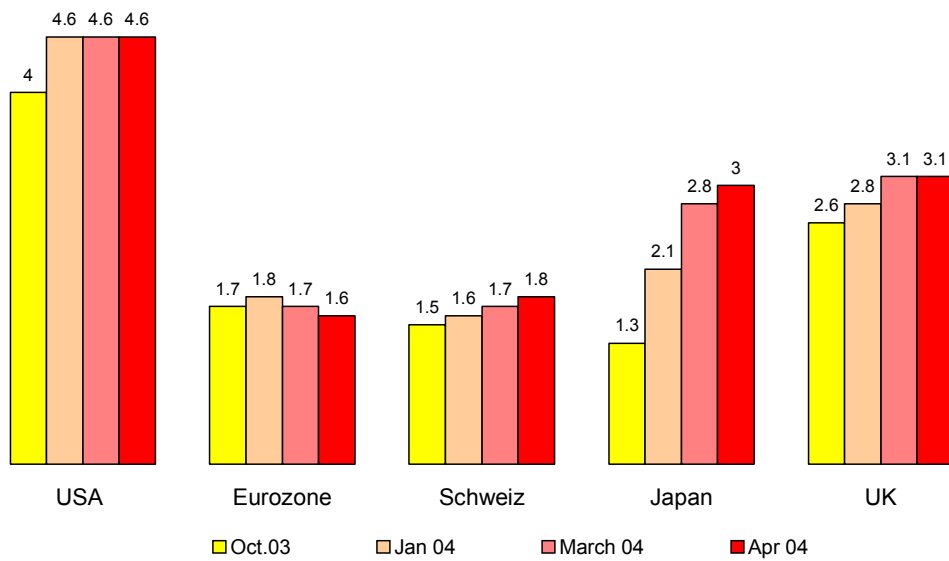
Grafik 2  
OECD Frühindikator - Wendepunkte ökonomischer Aktivität



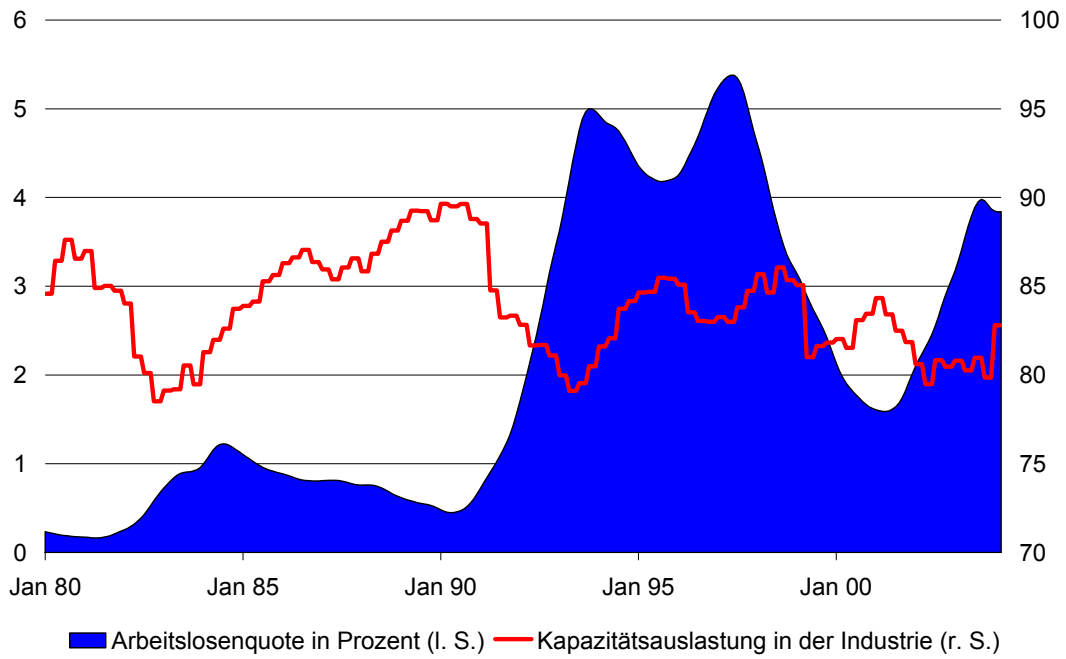
Grafik 3  
CH Frühindikatoren und BIP Wachstum



Grafik 4  
BIP Konzensusprognosen für 2004



Grafik 5  
Freie Kapazitäten in der Schweiz



Grafik 6  
Rohstoff- und KPI-Inflation

