

Die europäische Währungsunion - Herausforderung für die schweizerische Wirtschaft und Wirtschaftspolitik

Prof. Dr. Bruno Gehrig
Mitglied des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank

Referat am Frauenfelder Wirtschaftstreffen des Industrievereins der Region,
Frauenfeld, 22. Oktober 1998

In knapp zweieinhalb Monaten wird der Euro eingeführt. Die dritte Stufe der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion tritt damit in Kraft. Die Europäische Zentralbank übernimmt die Verantwortung für die Geldpolitik fast auf dem ganzen Kontinent. Für 11 europäische Länder wird ein einheitlicher Geld- und Kapitalmarkt entstehen.

Die Zahl der Artikel und Analysen, Referate und Diskussionsrunden, die in den letzten Monaten zum Thema Euro geschrieben, gehalten und durchgeführt wurden, sind Legion. Mit meinem heutigen Referat geselle ich mich dazu. Wozu? – sind nicht alle Überlegungen zum Thema Euro längst angestellt und ist nicht Vieles weiterhin nur Spekulation? Mag sein, aber dennoch sind gedankliche Efforts alles andere als überflüssig. Auf diesem Wege bilden wir Erwartungen, bereiten wir uns auf mögliche Änderungen vor. Und in dem Masse, wie wir auf Umwälzungen gefasst sind, wird es eher gelingen, auch mit schwierigen Situationen fertig zu werden.

Ich gliedere meine Ausführungen in vier Teile. Zunächst geht es um den Euro als neue einheitliche Währung in Europa. Im zweiten Teil möchte ich über den Euro als Triebkraft des europäischen Binnenmarktes nachdenken. Dabei interessieren vor allem die Konsequenzen, die sich für die schweizerischen Unternehmen und unsere Wirtschaftspolitik ergeben. Im dritten Teil wende ich mich den Optionen für die Geldpolitik zu. Wie kann die Nationalbank auf die Herausforderung Euro reagieren, auf welchem Weg können wir den Interessen der Schweiz am besten dienen? Schliesslich möchte ich einige Überlegungen zur Konjunktur anstellen in der Überzeugung, dass für das Gelingen der Anpassung unserer Wirtschaft an die neue monetäre Realität die zyklischen Perspektiven alles andere als nebensächlich sind.

1. Der Euro als neue Währung

Am 1. Januar 1999 werden 11 europäische Länder erstmals in ihrer Geschichte über eine gemeinsame Währung verfügen. Quasi über Nacht entsteht ein Euro-Währungsraum, der hinsichtlich Grösse mit dem amerikanischen Binnenmarkt vergleichbar ist. Die Vorteile für den europäischen Unternehmer liegen auf der Hand.

Sein Wechselkursrisiko schrumpft massiv. Nur noch etwa 10% des Bruttoinlandprodukts wird auf Exporte ausserhalb des europäischen Währungsraums entfallen. Die Kosten für den Umtausch von Währungen und für die Absicherung von Kursrisiken verringern sich drastisch, die Kalkulation und Offertstellung werden einfacher. Vorübergehend fallen zwar beträchtliche Mehrkosten an, die durch die vielfältigen betrieblichen Umstellungen auf den Euro bedingt sind. Angesichts der künftigen Vorteile werden diese aber rasch vergessen sein.

Wie sieht die Lage für die schweizerischen Unternehmen aus, die rund 60% ihrer Exporte im europäischen Währungsraum absetzen und rund 70% der Importe von dort beziehen? Wie für die europäischen Konkurrenten fallen auch für sie zunächst erhebliche Umstellungskosten an. Die enge Verflechtung mit dem europäischen Wirtschaftsraum verlangt, dass die Informatik-, Buchhaltungs- und Kalkulationssysteme eurotauglich sind. Bei schweizerischen Unternehmen mit Tochtergesellschaften im Euro-Raum oder bei europäischen Tochtergesellschaften in der Schweiz wird absehbar die doppelte Rechnungslegung in Franken und in Euro die Regel sein. Dies ist mit zusätzlichem Aufwand verbunden.

Im Unterschied zu den europäischen Unternehmen wird ein Schweizer Unternehmen nicht vom Wegfall des Wechselkursrisikos profitieren, da der Franken gegenüber dem Euro flexibel bleiben wird. Das ist grundsätzlich ein Nachteil. Immerhin aber fällt als Vorteil an, dass sich die Zahl der Transaktionswährungen stark verringert, indem auf einen Schlag 11 europäische Währungen in einer neuen aufgehen. Dies macht die Bewirtschaftung der Währungsrisiken einfacher. Mit der Schaffung des Euro fallen auch die Unabwägbarkeiten des Europäischen Währungssystems weg, die in den neunziger Jahren eine erhebliche Störquelle waren. Das dramatische Auf und Ab der italienischen Lira ist ein Beispiel dafür.

Realistischerweise ist davon auszugehen, dass der Franken als Fakturawährung im schweizerisch-europäischen Geschäft an Stellenwert einbüßen wird. Das ist insofern nachteilig, als ein grösserer Erlösanteil in fremder Währung anfallen wird und daher durch die schweizerischen Exporteure abgesichert werden muss. Aber in Bezug auf das viel wichtigere Problem der Wettbewerbsfähigkeit ist die Wahl der Fakturawährung von

untergeordneter Bedeutung. Für den Exporteur bringt eine markante Frankenaufwertung vergleichbare Probleme. Fakturiert er in Franken, so ist er rasch gezwungen, den Frankenpreis zu senken, wenn er seinen Kunden nicht verlieren will. Sein Frankenerlös erodiert über Preisnachlässe, während bei Fremdwährungsfakturierung die Anpassung nicht über den Preis, sondern bei der Konversion des Fremdwährungserlöses in Franken erfolgt.

Entscheidend ist daher nicht der eher technische Aspekt der Fakturierungswährung, sondern die mutmassliche Entwicklung des Wechselkurses zwischen dem Franken und dem Euro. Darauf möchte ich im dritten Teil des Referates zurückkommen.

Vergleicht man die monetären Rahmenbedingungen eines schweizerischen Unternehmens mit denen eines Konkurrenten in Euroland, so gilt es noch einen weiteren Punkt zu bedenken. Die europäischen Unternehmen werden zwar durch den Euro einen wesentlichen Teil des Währungsrisikos los. Sie werden sich aber vermehrt mit dem Preisrisiko auseinandersetzen haben. Lassen Sie mich dies illustrieren. Im künftigen grossen Euro-Raum wird sich die Wirtschaft der verschiedenen Regionen und Länder kaum im Gleichschritt bewegen. Dies zeigen beispielsweise die Erfahrungen aus den Vereinigten Staaten. In boomenden Regionen werden die Löhne sowie die Preise für lokale Dienstleistungen tendenziell stärker steigen als in den Gebieten mit verhaltenem Wirtschaftswachstum. Im kompetitiven Markt Europas wird es den Unternehmen kaum gelingen, solche lokalen Kostensteigerungen auf die Kunden zu überwälzen. Die Wechselkurse, die der Tendenz nach von Land zu Land unterschiedliche Preisentwicklungen ausgleichen, können sich nicht mehr anpassen. Damit muss die Anpassung zwangsläufig über eine Margenverengung, wenn nicht gar über Umsatzeinbussen erfolgen. Das Instrument der Abwertung, das in der Geschichte immer wieder zur raschen Wiederherstellung der Konkurrenzfähigkeit eingesetzt wurde, steht nicht mehr zur Verfügung. Der Wettbewerb wird im Euro-Raum aller Voraussicht nach härter, und der Strukturwandel wird neue Schubkraft erhalten.

Damit komme ich zum zweiten Teil, in dem ich auf den Euro als Triebkraft des europäischen Binnenmarktes zu sprechen komme.

2. Der Euro als Triebkraft des europäischen Binnenmarktes

Die positiven Auswirkungen, die sich die Europäische Gemeinschaft von der Einführung des Euro erhofft, gehen weit über die blosse Beseitigung des Wechselkursrisikos hinaus. Der Euro soll den europäischen Binnenmarkt vollenden, die Leistungskraft der europäischen Wirtschaft steigern und schliesslich als Katalysator für die politische Integration Europas wirken. Es ist damit zu rechnen, dass ein solcher Prozess komplexe Anpassungsmechanismen auslösen und nicht ohne Reibungsverluste vonstatten gehen wird.

Die Einführung des Euro wird zunächst die Transparenz auf dem europäischen Markt erheblich erhöhen. Damit wird eine bereits bestehende, durch die modernen Informationstechnologien ausgelöste Tendenz zusätzlich verstärkt. Unter anderem wird die bisher noch allenorts praktizierte Preisdifferenzierung immer schwieriger. Die Unternehmen sind gezwungen, andere Marktstrategien zu entwickeln, um ihre Position zu behaupten. Transparenz bedeutet mehr Wettbewerb, eine Konvergenz von Verkaufspreisen auf einem relativ niedrigen Niveau.

Zudem ist absehbar, dass europäische Klein- und Mittelbetriebe vermehrt länderübergreifend tätig sein und grössere Unternehmen ihre Strukturen neu optimieren werden. Dabei wird es wahrscheinlich zu einem verstärkten Konzentrations-, sicher aber zu einem erhöhten Wettbewerbsdruck kommen.

Was bedeutet dies für unsere Wirtschaft? Ohne Zweifel haben wir davon auszugehen, dass die durch den Euro ausgelösten oder zumindest verstärkten Restrukturierungsprozesse auch Firmen in der Schweiz betreffen. Sicher in dem allgemeinen Sinne, dass Konkurrenten in der EU in restrukturierter Form schlagkräftiger werden. Umso wichtiger wird es daher sein, im Kampf um Spitzenleistungen nicht zu erlahmen, sondern einen Zahn zuzulegen. Der europäische Wirtschaftsraum, der mit dem Euro einen wesentlichen Entwicklungsschritt erfährt, basiert konzeptionell auf der Absicht, durch freien Handel und den offenen Wettbewerb zwischen Produktionsstandorten den Wohlstand zu mehren. Als Euro-

Outsider im Herzen des Kontinents wird unser Land mit seinem kleinen Heimmarkt in diesen intensivierten Standortwettbewerb einbezogen sein. Damit sind Risiken, aber auch Chancen verbunden.

Unsere Ausgangslage ist insgesamt günstig. Unsere internationalen Unternehmen - und zu ihnen gehören auch die Zulieferer - haben gerade in den 90er Jahren einen Anpassungs-, ja in vielen Fällen Überlebenskampf durchgestanden, der bemerkenswert ist und die Hoffnung rechtfertigt, dass sie heute über eine überdurchschnittliche wettbewerbliche Fitness verfügen. Tatsächlich spricht einiges dafür, dass der Restrukturierungsprozess in der Schweiz vergleichsweise weit fortgeschritten ist. Das sagen eingeweihte Industriekenner mit frappierender Einhelligkeit. Ihr Befund ist eigentlich nicht sehr überraschend: eine kleine, offene Volkswirtschaft hat zur zügigen Anpassung keine Alternative, zumal in einem Umfeld phasenweise schwieriger Wechselkursverhältnisse. Überdies fällt für die Schweiz als wichtiges Standortaktivum ins Gewicht, dass unser Arbeitsmarkt- verglichen mit den Verhältnissen im Europa der 11 - sehr flexibel ist und den Wandel auf effiziente, aber trotzdem sozial verträgliche Art ermöglicht. Es wird in den nächsten Jahren vielleicht noch wichtiger sein als in der Vergangenheit, in diesem Bereich keine Fehler zu begehen und den Standortvorteil Arbeitsmarkt zum Wohle der Beschäftigten und der Unternehmen zu erhalten und zu stärken. In aller Bescheidenheit sei die Bemerkung erlaubt, dass wir punkto Arbeitsmarktpolitik von der EU kaum etwas lernen können!

Unsere wichtigste Schwäche im innereuropäischen Standortwettbewerb liegt im vergleichsweise überhöhten Preisniveau für typische Inlandgüter, vor allem im Dienstleistungsbereich. Die Preisabstände - notabene Kostennachteile für international exponierte Unternehmen - fallen noch immer ungünstig ins Gewicht, auch wenn die Probleme erkannt und Massnahmen eingeleitet sind. Tatsächlich hat sich einiges zum Besseren gewendet, auch im staatlichen Bereich.

Veraltete Wettbewerbsschranken wurden beseitigt, der Marktzutritt für ausländische Anbieter erleichtert und staatliche Monopole in wichtigen Bereichen wie der Telekommunikation und der Energie aufgebrochen. Es soll dabei nicht verschwiegen

werden, dass der entstehende Binnenmarkt diese Neuerungen entscheidend vorangetrieben hat. Dies gilt speziell für das Binnenmarktgesetz und das Wettbewerbsrecht.

Das sind wertvolle Weichenstellungen, aber die notwendigen Restrukturierungsprozesse erfordern mehr Zeit, als die Optimisten gemeint haben. In dieser Stossrichtung sind weiterführende Efforts unverzichtbar.

3. Der Euro als Herausforderung für die Geldpolitik

Für die schweizerische Geldpolitik beginnt mit dem Werden des Euro tatsächlich ein neues Kapitel. Denn die Erfolgsgeschichte der neuen Währung ist noch längst nicht geschrieben. Aber die Vorzeichen stehen recht gut. Die Europäische Zentralbank hat ein klares Mandat, für Europa Preisstabilität zu gewährleisten. Sie verfügt über eine institutionelle Struktur, in welcher sie diese Aufgabe in weitgehender Unabhängigkeit von den Verstrickungen des tagespolitischen Geschehens erfüllen kann. Die getroffenen personellen Entscheide rechtfertigen ein hohes Mass an Zuversicht. Schliesslich darf man als bestandenen ersten Test bezeichnen, dass das mit unwiderruflich fixierten bilateralen Wechselkursen verschmolzene System die gewiss schweren Erschütterungen der letzten Monate souverän überstanden hat. Von Angriffen auf die festgelegten Kurse war in diesen Turbulenzen nie die Rede. Das System Euro geniesst ungebrochene Glaubwürdigkeit auf den Finanzmärkten. Allein, die schwierigsten Bewährungsproben stehen erst noch bevor. Die Mitgliedsländer hatten in der Vergangenheit unterschiedliche wirtschafts- und währungspolitische Präferenzen und Erfolgskonten. Sie befinden sich in unterschiedlichen Phasen im Konjunkturzyklus. Insbesondere einzelne Arbeitsmärkte kennzeichnen sich durch Mobilitäts- und Flexibilitätshemmnisse, die mit den Spielregeln des offenen Standortwettbewerbs nicht zu vereinbaren sind. Die Währungsunion wird hier kraftvoll Sachzwänge schaffen. Auf diese Herausforderungen werden die Regierungen und Parlamente der Mitgliedsländer konstruktiv zu reagieren haben, damit das Projekt Euro langfristig gelingen kann. Da bleiben Unsicherheiten bestehen. Bei allem

gerechtfertigten Optimismus läuft unsere Auseinandersetzung mit dem Euro auf einen Lernprozess hinaus, den wir ohne vorgefasste Meinung mit kritischer Offenheit angehen sollten. Realistischerweise wird es gute und weniger gute Ereignisse geben - Phasen der Euphorie und Rückschläge in der Stimmungslage an den Finanzmärkten.

Die schweizerische Geldpolitik hat die Wahl zwischen drei Optionen: dem Beitritt zur europäischen Währungsunion, der einseitigen Bindung des Frankens an den Euro und der Fortsetzung der bisherigen Politik, die ich als Floating mit Reaktionsvorbehalt bezeichnen möchte.

Der ***Eintritt unseres Landes in den Euro-Währungsraum*** ist nur möglich, wenn unser Land der EU beitrifft, und er ist umgekehrt die zwingende Folge eines EU-Beitritts. Der Ablösung des Frankens durch den Euro müsste realistischerweise eine Übergangsphase mit einem Regime der festen, bilateralen Anbindung vorausgehen. Über diese Frage werden - im gegebenen Fall - Volk und Stände zu befinden haben, nicht nur bezogen auf den EU-Beitritt, sondern auch speziell für die Übertragung der Geld- und Währungshoheit vom Bund auf die Europäische Zentralbank.

Jedenfalls ist die Option einer Einführung des Euro in der Schweiz im breiteren Kontext einer EU-Mitgliedschaft zu diskutieren. Sie ist nur ein Teil eines viel umfassenderen Pakets.

Allerdings ein wichtiger in dem Sinne, dass die Integration Europas mit dem Verzicht der Mitgliedsländer auf ihre Währungshoheit eine besonders weitreichende Ausprägung erfahren hat, welche die ganze Bevölkerung sehr direkt betrifft. Unter dem Blickwinkel der Geld- und Währungspolitik sind in Bezug auf die Beitrittsoption vor allem zwei Aspekte zu bedenken.

Erstens der Faktor Zeit. Der Euro ist im Prozess seiner Entstehung. Die kommenden Quartale und Jahre werden bedeutungsvolle Erfahrungen bringen über die Politik der Europäischen Zentralbank und die Akzeptanz der neuen Währung. Diese Erfahrungen gilt es vernünftigerweise abzuwarten, Vermutungen sukzessive durch Beobachtungen zu ersetzen und dadurch eine zuverlässigere Beurteilungsgrundlage zu gewinnen. Es lohnt sich, aufmerksam zu beobachten und rasch klüger zu werden.

Zweitens ist der Umstand zu bedenken, dass die Entscheidung für den Euro irreversibel ist. Die Europäische Währungsunion hat einen ziemlich detailliert ausgestalteten Check-in, aber keinen Check-out. Daher ist es ein Gebot vernünftiger Entscheidungsfindung, diesen Schritt nur zu tun, wenn er durch klar überwiegende Interessen gerechtfertigt ist.

Unter diesen Voraussetzungen steht die Beitrittsvariante jetzt nicht zur Diskussion. Aber sie wird mit Sicherheit zu einem zentralen wirtschaftspolitischen Thema, wenn sich der Euro so entwickelt, wie sich das seine Architekten erhoffen.

Als Alternative scheint die einseitige **Bindung des Frankens an den Euro** auf den ersten Blick attraktiv. Zwar würde die Schweiz – so die Argumentation – einen Teil des Zinsunterschieds verlieren, dafür aber das für das Wohlergehen unserer Wirtschaft gewichtige Wechselkursproblem wesentlich entschärfen. Nötigenfalls könnte man ja in längeren Intervallen mit Paritätsänderungen Korrekturen vornehmen. Allein, mehrere Überlegungen lassen diese Lösung als wenig ratsamen Weg erscheinen. Mit der Anbindung soll primär eine Aufwertungstendenz gebrochen werden. Was wäre die Folge? Ein wirklich schwerwiegendes Aufwertungsproblem dürfte sich nur einstellen, falls die Europäische Zentralbank eine destabilisierende Geldpolitik betreibt. Ein Anbindung würde dann nichts anderes bedeuten, als dass wir diese schlechte Geldpolitik importieren würden. Eine Anbindung des Wechselkurses mit dem Vorbehalt, die Parität gegebenenfalls zu ändern, vermag ausserdem aller Erfahrung nach die Erwartungen der Devisenmärkte nicht hinreichend zu stabilisieren. Wir würden bei auftretenden Zweifeln den Franken - aber auch unseren realen Sektor - schwerwiegenden spekulativen Schocks aussetzen. Im Vergleich mit einem grundsätzlich freien Kursregime schliesst die Anbindungsvariante die Möglichkeit einer graduellen Anpassung zum vornherein aus. Das sollten wir nicht tun in einer Phase, die reich an Veränderungen und Unsicherheiten ist.

So bleibt als dritte Variante die Fortführung der bisherigen Politik, die man als **Floating mit Reaktionsvorbehalt** bezeichnen kann. Damit ist eine Politik gemeint, die im Rahmen ihres Ziels der Preisstabilität auf schwerwiegende Kursverzerrungen - nach oben und nach unten - reagiert, ohne aber - und das ist entscheidend - explizite

Wechselkursziele anzustreben. Diese Politik trägt dem Umstand Rechnung, dass im Spannungsfeld der konjunkturbestimmenden Kräfte dem Wechselkurs ein wichtiger Stellenwert zukommt. Geldpolitisch relevant können nur schwerwiegende Wechselkursausschläge sein, die als Schocks die Wirtschaftsentwicklung im Lande gefährden. Deren Identifikation ist ein schwieriges und gewiss risikoreiches Unterfangen, weil in der konkreten Situation verschiedenen Aspekten Rechnung zu tragen ist: den konjunkturellen Perspektiven, der monetären Marktsituation, den Ursachen und der mutmasslichen Dauer einer Verwerfung. Ermessen und Intuition spielen in diesem Prozess eine wichtige Rolle. Simple und den Marktteilnehmern transparente Reaktionskriterien wären fundamental kontraproduktiv. Es ist vielmehr sachdienlich, wenn die aktiven Marktteilnehmer zwar damit rechnen müssen, dass Korrekturen drohen, aber über alles Weitere unsicher sind.

Zur dieser Politik gehört auch die ultima ratio der vorübergehenden Festlegung einer Obergrenze. Bei allen Risiken und den zugegebenermassen gemischten Erfahrungen dürfen und wollen wir ein derartiges Manöver im Blick auf die Zukunft nicht ausschliessen. Es bleibt allerdings vernünftigerweise beschränkt auf den Fall einer schwerwiegenden Vertrauenserosion in den Euro, eine Konstellation die ich für wenig wahrscheinlich halte.

Es gibt im Blick auf die Herausforderung Euro für die absehbare Zukunft realistischerweise keine bessere Alternative als eine eher pragmatische Politik des eigenen, umsichtig begangenen Weges. Wir wollen sie mit hoher Lernbereitschaft in Bezug auf Veränderungen, flexibel, aber doch fest verankert in unserem Stabilitätsauftrag umsetzen.

4. Konjunkturausblick

Lassen Sie mich mit einigen Ausführungen zur Konjunktur zum Schluss kommen.

Nach einer enttäuschend langen, sechsjährigen Stagnationsphase brachte 1997 die langersehnte konjunkturelle Wende. Im Zug eines starken aussenwirtschaftlichen Impulses mit einem Exportanstieg von fast 9% erreichte unser Bruttoinlandprodukt

ein Wachstum von 1,7%. Vorübergehend registrierten wir gar Wachstumsraten von rund 3%. Der Aussenimpuls hat mittlerweile einen guten Teil seiner Schubkraft eingebüsst. Aber dieser Effekt wird kompensiert durch eine schon 1997 eingetretene Belebung der Inlandnachfrage, insbesondere des Konsums und der Ausrüstungsinvestitionen. Die Bauwirtschaft dürfte dank der anhaltenden Zunahme der öffentlichen Bautätigkeit in diesem Jahr etwa stagnieren. Für 1998 sollten wir insgesamt ein Wachstum des Bruttoinlandproduktes von etwa 2% erreichen. Dabei scheint dreierlei bemerkenswert. Erstens kann man feststellen, dass die anfänglich sehr exportlastige Belebung an Breite gewonnen hat. Die konjunkturelle Aktivität ist heute besser abgestützt und damit solider geworden. Zweitens haben sich die Verhältnisse am Arbeitsmarkt spürbar verbessert. Zugegeben, der Rückgang der Arbeitslosenquote von über 5,5% anfangs 1997 auf 3,2% diesen September überzeichnet die erreichten Fortschritte. Aber am Befund einer deutlichen Verbesserung ändern die notwendigen statistischen Korrekturen nichts: die Gesamtbeschäftigung nimmt zu, und die Zahl der Stellensuchenden bildet sich zurück. Das sind überzeugende Hinweise darauf, dass unser Arbeitsmarkt - trotz gelegentlicher übler Nachrede - gut funktioniert. Drittens müssen wir aber feststellen, dass sich das Wachstumstempo im Jahresverlauf abschwächt. Der Aufschwung wird moderater, aber er ist breiter abgestützt.

So weit, so gut. Interessanter als die Gegenwart ist indessen die Zukunft. Wie werden sich die Verhältnisse weiter entwickeln?

Die Antwort fällt nicht leicht, denn unter verschiedenen Blickwinkeln gewinnt man ein widersprüchliches Bild. Die aussenwirtschaftlichen Perspektiven stehen im Zeichen belastender Unsicherheiten an den Finanzmärkten. Die bruske Korrektur von Fehlentwicklungen konfrontiert zahllose private und öffentliche Schuldner mit markanten Zinserhöhungen und Finanzierungsengpässen. Dies hat reale Konsequenzen, leider auch für Kreise und Sektoren, die mit den Fehlentwicklungen nie etwas zu tun hatten. Auf dem Hintergrund einer zwar auch beeinträchtigten aber trotzdem recht robusten Konjunkturperspektive für unser europäisches Umfeld rechne ich mit einem weiteren Nachlassen der Exportdynamik, aber nicht mit einem Einbruch. Weniger wahrscheinlich, aber als Risikoszenario nicht auszuschliessen, ist ein deutlicheres

Abflachen der EU-Konjunktur. Mit einer solchen Entwicklung müsste man wohl rechnen, wenn - wie dies einige Pessimisten glauben - die Konjunktur in den USA in eine rezessive Phase eintreten würde. Unter diesen Umständen wären Europa und die Schweiz von einem deutlich restriktiveren Aussenimpuls betroffen.

Die Inlandnachfrage in der Schweiz sollte vor allem dank des Konsums weiterhin massvoll wachsen. Sie profitiert von einer günstigen Entwicklung der Haushaltseinkommen und dem wohl weiterhin tiefen Zinsniveau. Eine zusätzliche Unterstützung dürfte der Konsum durch die anhaltenden Verbesserungen am Arbeitsmarkt erfahren. Wenn nicht alles täuscht, wird die Arbeitslosigkeit im Jahr 1999 die Marke von 3% unterschreiten, was sich auf das Konsumentenvertrauen günstig auswirken wird. Von den tiefen Zinssätzen sollte auch die Bautätigkeit etwas profitieren, aber ihre Wachstumsrate dürfte nur leicht positiv ausfallen.

Wenn diese Einschätzung in den groben Zügen zutrifft, werden wir in den kommenden ein bis zwei Jahren ein moderates Wachstum des Bruttoinlandprodukts von 1-2% erreichen. Damit verbindet sich kein nennenswertes Inflationsrisiko, so dass uns nichts daran hindern sollte, unsere massvoll stimulierende Geldpolitik fortzusetzen. Allein, der Risiken sind viele, insbesondere im internationalen Kontext. Zu ihnen gehören die noch schwer fassbaren realen Konsequenzen der Turbulenzen im Finanzsystem und gewiss auch der Start zur Europäischen Währungsunion. Diese Unwägbarkeiten verlangen von allen - auch von der Nationalbank - Umsichtigkeit und nötigenfalls den Mut zu entschlossenem Handeln.