

Stetigkeit und Wandel in der schweizerischen Geldpolitik

Prof. Dr. Bruno Gehrig

Vizepräsident des Direktoriums

Schweizerische Nationalbank

beim Schweizerisch-Deutschen Wirtschaftsclub, Frankfurt, 30. Oktober 2001

Ich freue mich sehr und bin Ihnen dankbar, dass ich heute Gast des Schweizerisch-Deutschen Wirtschaftsclubs sein darf. Gerne möchte ich dieses Gastrecht benützen, um Ihnen unter dem eher breiten Titel «Stetigkeit und Wandel» zu drei Aspekten der Geldpolitik einige Überlegungen vorzutragen. Ich möchte mit dem Allgemeinen beginnen, mit Hinweisen auf Veränderungen, die sich in der Geldpolitik der meisten Industrieländer in Zuge der vergangenen drei oder vier Dekaden durchgesetzt haben. Ihnen schliesse ich Ausführungen zum Konzept der Geldpolitik in der Schweiz an und zu den Erfahrungen, die wir damit gemacht haben und laufend machen. Mein dritter und letzter Teil wird den nicht leicht durchschaubaren aktuellen Entwicklungen und einem kurzen Ausblick gewidmet sein.

Drei Veränderungstrends

Ein Blick in die geldpolitische Praxis der Nachkriegszeit lässt – bei allen zwischenstaatlichen Unterschieden – mindestens drei allgemeine Veränderungstrends erkennen. Sie haben ihren Grund zum einen in der zunehmenden Integration, ja Entgrenzung der Finanzmärkte und zum andern in guten und weniger guten Erfahrungen, welche die Zentralbanken mit unterschiedlichen Konzepten gemacht haben.

Augenfällig ist – erstens –, dass Marktprozesse heute eine sehr viel kraftvollere und umfassendere Rolle spielen als früher. Die globale Integration der Finanzmärkte ist heute eine Realität, die bei allem, was Zentralbanken tun oder lassen, vorrangig zu bedenken ist. Geldpolitische Impulse – beispielsweise die Senkung des Geldmarktzinses – lösen in einem sehr komplexen Anpassungsprozess von Zinsen und Finanzmarktpreisen Reaktionen aus, über die solche Massnahmen erst wirksam werden können. Im integrierten Zusammenwirken der Finanzmärkte sind Instrumente obsolet geworden, die unter den einstmals vorherrschenden Bedingungen relativ isolierter nationaler Finanzmärkte und eingeschränkter Konvertibilität regelmässig zum Einsatz kamen: Dirigistische Eingriffe wie Kreditbegrenzungen, Emissionskontrollen, Höchstzinsvorschriften und Kapitalverkehrskontrollen aller Art. Diese Instrumente sind in den meisten Ländern verschwunden. In einer integrierten Finanzwelt sind sie nicht mehr durchzusetzen, mit Leichtigkeit zu umgehen und unweigerlich verbunden mit verzerrenden, kostspieligen Nebenwirkungen. Die Zentralbanken verwenden daher keine hoheitlich-administrativen Massnahmen mehr, sondern sie operieren mit ihren Möglichkeiten als monopolistische Anbieter von Notenbankgeld am offenen Markt für Devisen und Geldanlagen. So ist es denn auch folgerichtig, dass in der laufenden

Revision des schweizerischen Nationalbankgesetzes das hoheitliche Instrumentarium weitgehend entsorgt werden soll.

Ein zweiter grosser Unterschied zwischen einstmals und heute betrifft die Einschätzung der Möglichkeiten und Grenzen der Geldpolitik. In vielen Ländern wurde die Geldpolitik erst in den letzten zehn Jahren unzweideutig auf die Erhaltung der Preisstabilität ausgerichtet. Zuvor musste sie oft einer Vielzahl von manchmal widersprüchlichen Ansprüchen genügen. Bis zum Ende der sechziger Jahre – und in einigen Ländern weit darüber hinaus – war vor allem die Auffassung populär, dass eine expansive Geldpolitik zu einer permanenten Reduktion der Arbeitslosigkeit führen könne. Die Geldpolitik – so die Erwartung – sei deshalb um den Preis einer etwas höheren Inflation dazu einzusetzen, die Beschäftigung hoch und die Arbeitslosigkeit auf einem niedrigen Stand zu halten. Diese Auffassung erlitt in den siebziger Jahren Schiffbruch und zwar genau so, wie einige Ökonomen es Jahre zuvor prophezeit hatten. Die expansive Geldpolitik führte zu einer Beschleunigung der Inflation, ohne dass es gelang, die erhofften Beschäftigungserfolge auf Dauer zu sichern. Das Wort, das damals die Runde machte und die Situation sehr treffend beschrieb, war «Stagflation».

Ein dritter Veränderungstrend betrifft das Verhältnis zwischen Regierung und Zentralbank. Bis in die späten achtziger Jahre waren viele Zentralbanken der Regierung unterstellt. Die Regierung – in der Regel der Finanzminister – gab dabei häufig nicht nur die Ziele vor, sondern bestimmte auch den Instrumenteneinsatz, setzte also beispielsweise den Zeitpunkt und das Ausmass einer Anpassung der Leitzinsen fest. In den letzten zehn Jahren sind verschiedene Zentralbanken – unter ihnen als prominenteste Beispiele die Bank of England und die Bank of Japan – in die Unabhängigkeit entlassen worden. In der Regel war dieser Schritt verbunden mit dem expliziten Auftrag, die Geldpolitik vorrangig auf die Erhaltung der Preisstabilität auszurichten. Belehrt durch schlechte Erfahrungen mutete man einer vorrangig auf Preisstabilität verpflichteten, unabhängig operierenden Zentralbank bessere Erfolgchancen zu als einer den Wellen und Wogen des tagespolitischen Kalküls ausgesetzten Instanz.

Diese drei allgemeinen Veränderungstrends – Abkehr vom dirigistischen Instrumentarium, Priorisierung der Preisstabilität und Sicherung der Unabhängigkeit – haben verschiedene Länder in unterschiedlichem Masse betroffen. Einige Länder nahmen eine eigentliche Kehrtwendung vor, und die Art und Weise, wie sie heute ihre Geldpolitik durchführen, änderte sich fundamental. Eindrücklichstes Beispiel bildet die Bank of England, die zum Modellfall des «Inflation targeting» avanciert ist. Andernorts waren die notwendigen

Veränderungen geringer oder sie fanden bereits sehr früh statt. Zu dieser zweiten Gruppe gehört neben Deutschland sicher auch die Schweiz. Unsere beiden Länder hatten seit langem Zentralbanken, denen vom Gesetzgeber ein hohes Mass an Unabhängigkeit gegeben war. Beide richteten ihre Geldpolitik, nachdem sie mit dem Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods die Möglichkeit dazu erhalten hatten, rasch und ausdrücklich auf die Erhaltung der Preisstabilität aus. Beide liessen sich kaum auf das illusorische Unterfangen ein, mit etwas grösserer Inflationstoleranz ein Mehr an realem Wachstum und Beschäftigung zu erkaufen. Und beide nahmen recht früh Abschied von dirigistischen Massnahmen. In der Schweiz war dies faktisch schon 1980 der Fall.

Ein Konzept im Wandel

Trotz der recht ausgeprägten Stetigkeit in den grossen Linien gab es indessen auch in der Schweiz in den letzten Jahren einige bemerkenswerte Veränderungen, denen ich mich im zweiten Referatsteil zuwenden möchte. Sie beziehen sich auf unser Mandat, die Strategie der Entscheidungsfindung und die Umsetzung der Politik am Markt. Dabei möchte ich einige Querbezüge zu anderen Zentralbanken, insbesondere zur Europäischen Zentralbank (EZB) herstellen.

Mandat

Ich beginne mit dem Mandat, das die Aufgaben und Ziele der Zentralbank im Gesetz umschreibt.

In der Schweiz war und ist das geldpolitische Mandat sehr vage definiert. Die Bundesverfassung bestimmt, dass die Nationalbank eine Geld- und Währungspolitik führt, die dem Gesamtinteresse des Landes dient. Das Nationalbankgesetz, das diese Aufgabe konkretisiert, ist in Bezug auf das Mandat nicht deutlicher, wird gegenwärtig aber revidiert. Die Expertengruppe, die einen Gesetzesentwurf präsentiert hat, schlägt eine präzisere Formulierung vor. Demnach hat die Nationalbank die Preisstabilität zu gewährleisten. Dabei soll sie die konjunkturelle Entwicklung beachten.

Wir haben in unserer Stellungnahme zum Entwurf diese Mandatsformulierung begrüsst in der Überzeugung, dass die Ausrichtung auf die Preisstabilität das Kernstück der Geldpolitik und daher im Gesetz vorgegeben sein muss. Auch der Zusatz, in diesem Bemühen die konjunkturelle Entwicklung zu berücksichtigen, muss Teil des Mandats sein. In der geldpolitischen Praxis gibt es sehr wohl Situationen, in denen man zwischen Preisstabilität und Wachstum abzuwägen hat, vor allem in Anpassungsphasen.

Beispielsweise beim Entscheid, wie schnell man eine einmal eingetretene inflationäre Entwicklung durch restriktive Massnahmen korrigieren soll, oder wenn es darum geht, auf einen Angebotsschock wie eine energiepreisbedingte Teuerungswelle optimal zu reagieren. Aufgrund dieser Zusammenhänge ist das vorgeschlagene Mandat dual-hierarchisch formuliert. Es enthält die Preisstabilität als vorrangiges Ziel mit der Auflage, die jeweilige Konjunkturlage zu berücksichtigen.

In der Sache entspricht diese Lösung weitgehend dem Mandat der EZB, auch wenn der Vertrag von Maastricht die Vorrangigkeit der Preisstabilität schärfer formuliert als der Entwurf unserer Experten. Gemäss Art. 105 soll die EZB die allgemeine Wirtschaftspolitik der Gemeinschaft nur unterstützen, wenn dies ohne Beeinträchtigung der Preisstabilität möglich ist. Dagegen ist das Mandat des Federal Reserve zwar auch dual, aber – mit der Politikausrichtung in gleichem Masse auf Preisstabilität und Wachstum – nicht hierarchisch.

Vor allem im Hinblick auf die Rechenschaftsablage ist es wichtig, eine moderne und realistische Mandatsformulierung gesetzlich festzuschreiben. Nur wollen wir nicht vergessen, dass die Vagheit des gültigen Auftrags, eine Politik im Gesamtinteresse des Landes zu betreiben, die SNB nicht daran gehindert hat, in der Nachkriegszeit vergleichsweise erfolgreich zu operieren. Wichtiger als die Auftragsformulierung sind für die Resultate der Politik wohl zwei Voraussetzungen, die in Deutschland und der Schweiz seit langem klar erfüllt sind: Die unabhängige Stellung der Zentralbank und – wichtiger noch – der breite gesellschaftliche Konsens über den hohen Stellenwert der Preisstabilität.

Strategie und Umsetzung

Augenfälliger als das Mandat haben unsere geldpolitische Strategie und die Art ihrer Umsetzung in der neueren Vergangenheit Veränderungen erfahren. Ebenso wie die Deutsche Bundesbank hatte die Nationalbank in der Zeit nach dem 1973 erfolgten Übergang zum Floating mehrheitlich eine Geldmengenstrategie verfolgt, zuerst mit jährlichen Wachstumszielen, später – in den 90er Jahren – mit einem auf fünf Jahre ausgelegten Zielpfad für die Notenbankgeldmenge. In der Praxis aber kam es bei der Geldversorgung immer wieder zu erheblichen und auch andauernden Abweichungen von der Zielvorgabe. Sie hatten ihren Grund primär in der Notwendigkeit, auf spezifische Konstellationen flexibel und pragmatisch zu reagieren. Der Zielpfad wurde aus gutem Grund nicht stur anvisiert, sondern nur als grobe Richtschnur benützt. Diese Flexibilität wurde in den späten 90er Jahren noch wichtiger, weil die dem Ansatz zugrundeliegende

Stabilität der Nachfrage nach Notenbankgeld zunehmend erodierte. So war auf die Beziehung zwischen dem monetären Aggregat als Zwischenziel und dem Letztziel der Preisstabilität immer weniger Verlass. Bei dieser Sachlage war spätestens 1997 klar, dass die Voraussetzungen für eine vernünftige Festlegung des Zielpfades nicht mehr gegeben waren. Der Entscheid für eine konzeptionelle Erneuerung drängte sich auf.

Das neue Konzept setzten wir anfangs des letzten Jahres in Kraft. Es besteht aus drei Elementen:

1. Einer expliziten Definition der Preisstabilität. Demnach ist Preisstabilität erreicht, wenn die am Index der Konsumentenpreise gemessene Teuerung auf mittlere Frist unter 2% liegt;
2. Einer jeweils im Dezember und im Juni veröffentlichten Inflationsprognose für den Zeitraum von drei Jahren;
3. Der Verwendung eines 100 Basispunkte umfassenden Zielbands für den Dreimonats-LIBOR als operationelles Umsetzungsziel, das jeweils «bis auf weiteres» gilt.

Im Quervergleich mit der Strategie der EZB sind besonders drei Bemerkungen angebracht.

Erstens ist beiden Lösungen gemeinsam die Definition der Preisstabilität: Teuerungsraten von nicht mehr als 2%, gemessen an den Konsumgüterpreisen. Im Unterschied zu einem Punktziel, wie es beispielsweise der Bank of England mit einer Inflationsrate von 2.5% vorgegeben ist, trägt unsere Definition der Preisstabilität – eine Inflation von unter 2% – dem Umstand Rechnung, dass selbst bei optimaler Geldpolitik die Inflation im Konjunkturverlauf leicht schwanken wird. Wir haben zudem auf die explizite Erwähnung von 0% als Untergrenze bei unserer Definition der Preisstabilität verzichtet. Dies soll deutlich machen, dass wir es – wie die meisten Zentralbanken – nicht für sinnvoll halten, eine Inflationsrate von 0% anzustreben. Dies hat zwei Gründe. Zum einen tendieren Preisindizes zu einer leichten Überschätzung der Teuerung, weil sie Qualitätsverbesserungen und Innovationen nicht oder nicht zeitgerecht erfassen können. Zum andern widerspiegelt die getroffene Lösung eine Aversion selbst gegenüber kleinen Deflationsraten.

Aufgrund zahlreicher Preisrigiditäten nach unten, insbesondere im administrierten Bereich und bei den Löhnen, dürften negative Inflationsraten zu relevanten aber schwer abzuschätzenden Anpassungskosten führen. Mit dem ambitionösen Ziel einer Nullinflation

würde sich die Geldpolitik in unvertrautes Neuland begeben. Mit Ausnahme Japans (seit 1992) gibt es in der moderneren Wirtschaftsgeschichte kein Industrieland, dessen Teuerungsrate während fünf oder mehr aufeinander folgenden Jahren weniger als ein Prozent betragen hat. Auf Unsicherheiten dieser Art darf sich die Wirtschaftspolitik nicht einlassen, zumal das Beispiel Japans alles andere als nachahmenswert scheint.

Die zweite Bemerkung zum Vergleich mit der EZB bezieht sich auf einen Unterschied. In unserem Konzept ist eine breit abgestützte Inflationsprognose das zentrale Instrument der Kommunikation und die massgebliche Grundlage für die Zinsentscheidungen. Dagegen folgt die EZB einem Zweisäulenkonzept. Neben der Einschätzung der Inflationsaussichten verwendet die EZB einen Referenzpfad für das mit langfristiger Preisstabilität vereinbare Wachstum der Geldmenge M3. Wir haben auf die zweite Säule verzichtet in der Meinung, dass die Kommunikation mit zwei Referenz- oder Zielgrössen der Verständlichkeit unserer Entscheidungen eher hinderlich wäre. Das bedeutet indessen nicht, dass in unseren Überlegungen die Entwicklung von monetären Aggregaten ohne Belang wäre. M3 ist auch in der Schweiz ein wichtiger Indikator der Inflationsperspektiven. Er fliesst – zusammen mit anderen Indikatoren – als wichtige Komponente in die Inflationsprognose ein.

Am augenfälligsten sind die Unterschiede – drittens – bei der operativen Umsetzung der Politik. Zwar verwenden beide Institutionen dasselbe Instrument zur Schaffung von Liquidität, nämlich Repo-Transaktionen. Aber die EZB tut dies zu festen Reposätzen mit wöchentlichen Tender-Auktionen. Unser Verfahren ist zwar etwas komplizierter, aber es gibt uns einen grösseren Flexibilitätsspielraum. Auf der Basis unserer Lagebeurteilung kündigen wir nicht einen festen Reposatz an, sondern ein 100 Basispunkte umfassendes Zielband für den Dreimonatszins, den Dreimonats- LIBOR. In unseren täglichen Repo-Operationen setzen wir die kurzfristigen Repoinsen und die auktionierten Liquiditätsbeträge so fest, dass sich der Zielzins innerhalb des angekündigten Bandes, in der Regel im mittleren Bereich, einstellt. Im Rahmen des Zielbandes können wir den LIBOR um bis zu 50 Basispunkte nach oben und unten schwanken lassen. So können wir auf temporäre Probleme am Geld- oder Devisenmarkt Rücksicht nehmen, ohne gleich eine geldpolitische Veränderung signalisieren zu müssen. Diese Flexibilität scheint uns in einer kleinen, offenen Volkswirtschaft unerlässlich.

Erfahrungen

Die Erfahrungen, die wir mit dem neuen Konzept in den vergangenen knapp zwei Jahren gesammelt haben, sind insgesamt positiv. In der Öffentlichkeit hat es schon nach kurzer

Zeit eine gute Akzeptanz gefunden. Das gilt insbesondere für die Inflationsprognose, das Kernstück in unserem Vorgehen. Tatsächlich macht es durchaus Sinn, dass eine Institution, die primär Preisstabilität gewährleisten soll, ihre zielorientierte Lagebeurteilung den Märkten und der Öffentlichkeit kundtut. Diese Transparenz kann und soll die Politik vorhersehbar machen und Erwartungen stabilisieren, was die Effizienz und Durchschlagskraft der getroffenen Massnahmen verbessert.

Gewiss ist zu bedenken, dass Inflationsprognosen über drei Jahre laufend revidiert und aktualisiert werden müssen. Genauso wie alle anderen wirtschaftlichen Akteure operieren auch wir unter Unsicherheit. Neue Informationen und überraschende Entwicklungen zwingen zu Anpassungen der prognostizierten Entwicklung und gegebenenfalls der Politik. Inflationsprognosen gelten jeweils bis auf weiteres, sind stets «work in progress».

Auch die Umsetzung am Geldmarkt – die (indirekte) Steuerung des Dreimonats-LIBOR mit sehr kurzfristigen, täglichen Repo-Auktionen – hat nach kurzer Probezeit keine besonderen Probleme bereitet, obwohl wir schon bald nach dem Konzeptwechsel eine ziemlich markante Kurskorrektur vornehmen mussten. So haben wir im ersten Halbjahr 2000 das Zinsband in drei Schritten von $1\frac{1}{4}$ – $2\frac{1}{4}$ % auf 3 – 4% erhöht, um die Risiken einer damals überraschend starken konjunkturellen Beschleunigung zu begrenzen. Dann folgte – ab Sommer 2000 – eine rund neunmonatige Seitwärtsentwicklung. Als Reaktion auf die sich abzeichnende konjunkturelle Verlangsamung nahmen wir im vergangenen Juni eine leichte Zinssenkung vor. Die rasche Verschlechterung des konjunkturellen Umfelds veranlasste uns dann im September, innerhalb nur einer Woche mit zwei Zinsbandsenkungen um je 50 Basispunkte den geldpolitischen Kurs markant zu korrigieren. Dieses Manöver war gewiss aussergewöhnlich. Erlauben Sie mir, dazu einige weitere Bemerkungen anzubringen.

Die erste dieser beiden Zinssenkungen war das Ergebnis unserer ordentlichen quartalsweisen Lagebeurteilung. Begründet mit den auf breiter Basis schwächeren Konjunkturperspektiven und geringer gewordenen Inflationsrisiken hielten wir eine Senkung des Zinsbandes um einen halben Prozentpunkt auf $2\frac{1}{4}$ bis $3\frac{1}{4}$ % für angebracht. Wir haben lediglich den Zeitpunkt dieser Korrektur um drei Tage auf den 17. September vorgezogen, weil es an jenem Montag als Reaktion auf die sehr turbulenten Marktverhältnisse zu einer koordinierten Zinssenkung kam, an der auch das Federal Reserve und die EZB teilnahmen. Dass wir schon eine Woche später – am 24. September – das Zinsband nochmals um 50 Basispunkte senkten hatte seinen Grund in der Entwicklung des SFR-Wechselkurses. Im Zuge der generellen Risikoaversion wurde der

SFR gegenüber dem USD und – wirtschaftlich wichtiger – gegenüber dem Euro rasch und erheblich teurer. In wenigen Tagen fiel der Euro von über Fr. 1.51 auf unter Fr. 1.45. Dies führte, zusammen mit einer noch grösseren Abschwächung des Dollars, zu einer unerwünschten Verschärfung der monetären Bedingungen. Darauf wollten und mussten wir reagieren, um den Märkten zu signalisieren, dass wir uns einen solchen, durch ausserordentliche Faktoren bedingten Wechselkursschock mit Entschiedenheit widersetzen. Mittlerweile hat sich die Wechselkursentwicklung bei rund SFR 1.48 pro Euro wieder einigermaßen stabilisiert. Ob dies primär das Resultat unserer Massnahme ist oder mehr die Folge einer allgemeinen Normalisierung der Finanzmärkte, ist schwer auszumachen. Wechselkursausschläge sind und bleiben in ihren Bestimmungsgründen äusserst komplexe Phänomene.

Ausblick

Ich komme damit zum Ausblick auf die konjunkturellen Tendenzen. Ihnen möchte ich abschliessend einige Ausführungen zur Einführung des Eurobargeldes hinzufügen.

Konjunktur

Die weltwirtschaftliche Lage hat sich in den vergangenen Monaten markant verschlechtert. Die nach illusorischem Höhenflug brüsk erfolgte Abwärtskorrektur der erwarteten Kapitalerträge hat nicht nur in den USA, sondern weltweit scharfe Börsenkorrekturen mit sich gebracht. Ein erheblicher Teil des vor allem in den späteren 90er Jahren hoffnungsvoll akkumulierten Kapitalbestandes wurde wirtschaftlich obsolet. Kein Wunder, dass diese Korrektur die Investitionstätigkeit und die – strukturell kapitalgüterlastigen – Handelsströme empfindlich getroffen hat. Der Einbruch ist in seinen Konsequenzen durch den tragischen Schock vom 11. September und damit verbunden zusätzlichen Unsicherheiten noch verschärft worden.

Unter zwei Gesichtspunkten unterscheidet sich die aktuelle weltwirtschaftliche Konjunktursituation von den zyklischen Erfahrungen der Nachkriegszeit. Zum einen haben wir es nicht mit der Rückbildung eines Nachfragebooms zu tun, sondern mit den Auswirkungen einer längeren Phase exzessiver Kapitalakkumulation, d.h. einer Instabilität nicht auf der Nachfrage-, sondern auf der Angebotsseite der makroökonomischen Aktivität. Vergleichbare Phasen unserer historischen Erfahrung liegen weit zurück, nämlich in der Zeit vor und nach dem ersten Weltkrieg. Zum andern frappiert die ausgeprägte Synchronität der Verlangsamung in den verschiedenen weltwirtschaftlichen Regionen.

Weite Teile Asiens befinden sich in einer – teilweise recht tiefen – Rezession. Auch die Wirtschaft der USA dürfte aktuell in eine Phase negativen Wachstums eingetreten sein. Schliesslich ist auch für die EU eine unerwartet deutliche Wachstumsverlangsamung zu verzeichnen, auch wenn für unseren Kontinent eindeutig nicht von einer Rezession gesprochen werden muss. In der Vergangenheit war die globale Konjunkturlandschaft heterogener, gekennzeichnet durch das Zusammenspiel von Regionen mit gegenläufigen zyklischen Trends. Ist es ein Charakteristikum einer globalisierten Wirtschaft, dass solche Ausgleichs- und Kompensationseffekte verschwinden? Für die OECD-Länder – sie verkörpern die industrialisierte Welt – erwartete die OECD selbst im vergangenen Mai für das laufende Jahr noch ein Wachstum von 2%. Diese Rate ist mittlerweile auf 1% halbiert worden, und für 2002 liegt die Schätzung bei 1,2%. Wenn diese Beurteilung zutrifft, befinden sich die OECD-Länder insgesamt in einer der ausgeprägteren Schwächephasen der Nachkriegszeit.

Jedenfalls ist unter solchen Voraussetzungen der globale Konjunkturausblick gekennzeichnet von hohen Unsicherheiten und beträchtlichen Prognoseunterschieden. Wie tief wird die Verlangsamung in den einzelnen Regionen ausfallen, wie lange wird die Schwäche anhalten? So lauten die naheliegenden, aber schwierigen Fragen.

Mehrere Faktoren belasten den Ausblick: die markante Parallelität der zyklischen Bewegungen, die noch nicht überwundenen strukturellen Schäden, die mit der Korrektur des Technologiebooms einhergehen, die anhaltende Lethargie Japans, die inneren und äusseren Ungleichgewichte, unter denen die US-Wirtschaft leidet und die mit den Ereignissen von 11. September verbundenen politischen und militärischen Risiken. Solchen Belastungen stehen indessen mehrere positive Gesichtspunkte gegenüber. Weltweit sind die Inflationsrisiken sehr gering, was den Spielraum für die Geld- und vielerorts auch für die Finanzpolitik klar ausweitet. Diese Möglichkeiten zur Stimulierung der Gesamtnachfrage haben insbesondere die Behörden der USA konsequent ausgeschöpft, was viele Analysten zur Vorhersage einer deutlichen Konjunkturerholung schon der ersten Hälfte des nächsten Jahres veranlasst. Einen zweiten, das Aktivitätsniveau stützenden Faktor bildet die für die Verbraucherländer günstige Entwicklung bei den Energie- und Rohstoffpreisen. Gewiss gibt es diesbezüglich Risiken, aber die Chancen sind intakt, dass dieser Vorteil einerseits wegen des Nachfragerückgangs und andererseits auf der Basis einer die wichtigsten Anbieter umfassenden Vereinbarung Bestand haben wird. Dieser Gesichtspunkt illustrierte eine grundsätzliche Veränderungstendenz. Der Schock vom 11. September hat über das

Militärische und Diplomatische hinaus die Bereitschaft zu multilateralem Vorgehen verstärkt. Nicht nur in der Geldpolitik registrierten wir eine gemeinsame Aktion, sondern auch in der Versorgung der Welt mit Öl und möglicherweise auch in der Handelspolitik, wo sich die Chancen für eine erfolgreiche Liberalisierungsrunde der WTO Mitte November deutlich verbessert haben. Hierin liegt – jedenfalls in mittel- und längerfristiger Sicht – ein wesentliches Element der Stärke.

Auch für die Schweizer Wirtschaft sind die Prognosen im Verlauf der letzten Monate nach unten revidiert worden. Die veröffentlichten Wachstumserwartungen liegen derzeit fürs kommende Jahr zwischen einem und zwei Prozenten. Die laufenden Indikatoren signalisieren einen Trend zur Verlangsamung, aber im Einzelnen liegen sie mehrheitlich nach wie vor auf einem relativ guten Niveau. Unser Land profitiert vor allem von zwei Faktoren. Zum einen hat sich der Einbruch im Technologie- und Kommunikationssektor in unserem Land aus strukturelle Gründen weniger stark ausgewirkt. Zum andern erweist sich die anhaltend günstige Lage am Arbeitsmarkt als wichtige Stütze der Konsumausgaben und des Konsumentenvertrauens. Aber aller Erfahrung nach spielt der internationale Konjunkturverlauf für die Wirtschaftsaktivität eine kraftvolle Rolle. Die Aussenhandelszahlen für den August und verstärkt noch für den September signalisieren denn auch eine deutlich nachlassende Dynamik. Für unseren wirtschaftlich wichtigsten Nachbarn – Deutschland – prognostizieren die führende Forschungsinstitute mit 0,7% für das laufende und 1,3% für das nächste Jahr Wachstumsraten, die weit unter dem Potentialwachstum liegen. Auf diesem Hintergrund ist anzunehmen, dass unser Wachstum im kommenden Jahr in der Grössenordnung von einem und kaum bei zwei Prozent liegen wird. Zusätzlich wird – wie immer in Phasen erhöhter Unsicherheit – dem Gang des Wechselkurses besonderes Gewicht zukommen. Er kann die monetären Rahmenbedingungen spürbar positiv oder negativ beeinflussen. Jedenfalls werden wir dem Verlauf des Frankenkurses in unserer Analyse und in der Ausgestaltung der Politik die nötige Aufmerksamkeit zukommen lassen.

Koexistenz mit dem Euro

Mein Ausblick wäre unvollständig, wenn er die bevorstehende Einführung des Euro bargeldes ausklammern würde. Auch für zahlreiche Akteure in der Schweiz sind mit diesem Schritt erhebliche Umstellungen und Anstrengungen verbunden. Aufgrund sorgfältiger eigener Beobachtungen und im Spiegel der Meinungen von Banken, des Handels und touristischer Anbieter erwarten wir keine grundlegenden Veränderungen in den Modalitäten unserer Koexistenz mit dem Euro. Wirtschaftlich gesehen ist der Euro seit

bald drei Jahren da. Seine Präsenz hat unsere Möglichkeiten, eine eigenständige, auf die Stabilität unserer Wirtschaft ausgerichteten Geldpolitik nicht nennenswert beeinflusst. Die Wechselkursvolatilität ist eher kleiner geworden als vorher im Verhältnis zur DM. Und unter Berücksichtigung der Inflationsdifferenz ist ein erheblicher Teil der nominellen Euro-Abwertung von Fr. 1.60 auf das aktuelle Niveau fundamental begründet. Mit rund 1.6% im Zehnjahresbereich erweist sich der Zinsbonus als recht robustes Phänomen. Er ist gewiss keine Zielgrösse, aber doch ein willkommenes Nebenprodukt unseres eigenen politischen Kurses, mithin ein nicht unbedeutender wirtschaftlicher Standortfaktor.

Was wird die bevorstehende Verfügbarkeit von Eurobargeld bewirken? Es ist realistischerweise damit zu rechnen, dass es in unserem Land mehr Zahlungen gegen Euro geben wird als es vorher Transaktionen gegen die Vorgängerwährungen gegeben hat. Damit dürften zusätzliche Akteure – positiv und negativ – von Wechselkursbewegungen betroffen sein. Aber dieser Effekt wird in engen Grenzen und beschränkt auf ausgewählte Sektoren bleiben. Er wird bei weiterem nicht jenes Ausmass erreichen, das für die geldpolitische Steuerung eine substantielle Behinderung darstellen könnte.

Wird der Franken auf die Dauer überleben oder wird er dereinst durch den Euro abgelöst? Das ist und bleibt eine Frage des sorgfältigen Abwägens von Vor- und Nachteilen der beiden Regime. Mit der Verfügbarkeit von Eurobargeld werden die Geldbenützer in unserem Land konkreter und greifbarer wählen können, ob sie den SFR oder den Euro als Medium des Zahlens, der Wertanlage und als Wertmassstab verwenden möchten. Ihre individuelle Präferenz wird einen wichtigen Hinweis geben auf die Frage, ob sich an der bislang ziemlich einheitlich beurteilten Bilanz von Vor- und Nachteilen etwas ändert oder nicht.