

Geldpolitik in einem schwierigen Umfeld

Prof. Dr. Bruno Gehrig
Vizepräsident des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank

Generalversammlung des Handels- und Industrievereins des Kantons Schwyz
26 September 2002
Feusisberg

Geldpolitik in einem schwierigen Umfeld. Gibt es für die Geldpolitik Bedingungen, die man als einfaches Umfeld charakterisieren könnte? Wohl kaum. Immer ist Geldpolitik ein Entscheidungsprozess unter Unsicherheit, etwas Pfadfinderei im Nebel und damit zwangsläufig dem Risiko der Fehlbeurteilung und des Fehlentscheids ausgesetzt mit unliebsamen Konsequenzen für eine unbestimmte, jedenfalls aber sehr grosse Zahl Betroffener. In diesem Sinne kann für die Geldpolitik von einer problemlosen Sinekur nie die Rede sein. Doch führen verschiedene aktuelle Gesichtspunkte zum Befund, dass die Handlungsbedingungen der Geldpolitik im Zuge der letzten paar Quartale deutlich schwieriger geworden sind.

So haben sich die laufenden Wachstumswahlen und die Wachstumsperspektiven in praktisch allen relevanten Wirtschaftsräumen markant verschlechtert. Die Konjunkturprognostiker revidieren ihre Vorhersagen schrittweise in derselben Richtung – nach unten. Den Revisionmeldungen folgt typischerweise die hoffnungsvolle Floskel, der Aufschwung komme bestimmt, nur habe er sich ein weiteres Mal verspätet. Die Aktienmärkte sind von einer unerwartet scharfen und lang andauernden Baissetendenz erfasst worden, deren Konsequenzen für den Unternehmenssektor, die Haushalte und mehrere Finanzinstitutionen schwer abzuschätzen sind. Zu den aus geplatzten Hoffnungen resultierenden Negativschocks gesellen sich Vertrauensverluste, die kriminelle oder mindestens unredliche Manager in ihrer Gier nach raschem Geld um jeden Preis zu verantworten haben. In den Problemkatalog gehören auch politisch-militärische Risikofelder, die man kaum präzise abstecken kann, aber doch und in jedem Fall mit Sorge registrieren muss. Der Begriff der Deflation – bis vor einigen Wochen ausserhalb Japans als Unwort gemieden – erscheint mit zunehmender Frequenz in wirtschaftspolitischen Studien und Diskussionen.

In diesem Umfeld und zudem im Kreise von Handels- und Industrievertretern liegt es nahe, nach den Bestimmungsgründen dieser schwierigen Lage zu fragen und abzuschätzen, wie die Entwicklung wohl weitergehen wird. Ich möchte dies tun, beginnend bei den weltwirtschaftlichen Zusammenhängen. Dann werde ich mich mit der Konjunktur in unserem Land auseinandersetzen und auf die Frage nach den Handlungsmöglichkeiten der Geldpolitik eingehen.

Weltwirtschaftliches Umfeld

Die wirtschaftliche Lagebeurteilung mit dem Internationalen zu beginnen, ist im Falle der Schweiz geradezu zwingend. Der Konjunkturverlauf ist von keinem einzelnen Faktor auch

nur annähernd so stark abhängig wie von der wirtschaftlichen Aktivität im Ausland, insbesondere in Europa und im Speziellen in Deutschland.

Noch im Jahre 2000 wuchsen die OECD-Industrieländer mit einer Rate von durchschnittlich 4 Prozent, und die Entwicklungsländer legten gar um real 6 Prozent zu. Aber erste Zeichen der Abschwächung wurden schon im Jahr 2000 deutlich. Der Boom fand ein Ende, die Weltwirtschaft trat ein in eine Abschwächung, die bis heute anhält. Verglichen mit anderen Konjunkturbaisse der Nachkriegszeit weist diese zyklische Verlangsamung in ihrer Kombination einzigartige Charakteristika auf. Der Boom endete nicht mit ansteigenden Teuerungsraten, die massive geldpolitische Bremsmanöver erfordert hätten. Auch die Finanzpolitik hatte keine Kehrtwende zu vollbringen, und die Konsumententwicklung blieb in den meisten Ländern robust, ja sie war der wichtigste Stabilisierungsfaktor für die globale Konjunktur der letzten zwei Jahre. Mit anderen Worten: Der Einbruch war nicht die Folge einer nach Exzessen unerlässlichen Nachfragekontraktion, sondern entscheidend bedingt durch angebotsseitig wirksame Schocks. Nach einer Phase exzessiver Kapitalbildung platzten Erwartungen und Illusionen, brachen Aktienkurse ein, zunächst vor allem im Technologie- und Kommunikationsbereich, dann auf breiter Front. Auf der Ebene der volkswirtschaftlichen Aggregate führten diese Erschütterungen zu einem massiven Einbruch der privaten Investitionstätigkeit, der noch nicht überwunden ist. In den USA sind die Unternehmungsinvestitionen seit sieben Quartalen ohne Unterbruch rückläufig – eine derart hartnäckige Korrektur erleben wir seit dem 2. Weltkrieg zum ersten Mal. In den Investitionen liegt die wichtigste Ursache für die aktuelle Schwäche, die die Volkswirtschaften der OECD weitgehend simultan erfasst hat. Zwei ergänzende Faktoren dürfen nicht unerwähnt bleiben, einerseits der starke Anstieg des Rohölpreises schon 1999 und andererseits die zwar nicht massive, aber doch wirksame monetäre Verlangsamung im Verlauf des Jahres 2000, als nach dem Millenniumswechsel Zinserhöhungen angezeigt schienen. Allein, schon im Jahre 2001 wurde die Geldpolitik in den meisten Ländern wieder expansiver. Glücklicherweise liess die weltweit günstige Teuerungsentwicklung diese Korrektur zu.

Nachdem sich das Wachstum im Verlauf des Jahres 2001 in den USA und in den meisten europäischen Ländern beträchtlich abgeschwächt hatte, hellte sich die Szene zu Beginn dieses Jahres wieder auf. So zeigten sich die Produzenten und die Konsumenten in Umfragen um die Jahreswende wieder deutlich optimistischer. Die Auftragseingänge nahmen in den meisten Ländern zu, und die Aktienbörsen signalisierten eine vorsichtige,

aber doch markante Rückkehr des Vertrauens und der Risikobereitschaft. Die Vorzeichen für eine deutliche Konjunkturbeschleunigung in der zweiten Hälfte dieses Jahres standen gut und prägten die Erwartungen der meisten Ökonomen. Und in der Tat: Die Wachstumszahlen für den gesamten OECD-Raum zeigen für das erste und – noch provisorisch – auch für das zweite Quartal des laufenden Jahres eine Beschleunigung. Und wenn die ersten Indikationen nicht gänzlich täuschen, dürfte sich das Wachstum in den USA im laufenden dritten Quartal deutlich belebt haben, primär dank des sehr robusten Konsums.

Die Grundlagen für eine Erholung der globalen Konjunktur sind im Grossen und Ganzen intakt, die Risiken eines OECD-weiten rezessiven Einbruchs zwar nicht inexistent, jedoch klein. Auch der Verlauf der OECD-Frühindikatoren rechtfertigt eine grundsätzliche Zuversicht, obschon im Vergleich zu den vor einigen Monaten gehegten Erwartungen die Perspektiven deutlich moderater geworden sind. Die in den Sommermonaten an den Finanzmärkten eingetretenen Veränderungen sind zugleich Ursache und Folge dieser Neubeurteilung: Nochmals stark eingebrochene Börsenwerte spiegeln verstärkte Verunsicherung und belasten für den Aufschwung wichtige Voraussetzungen: Risikobereitschaft, Investitionspläne und Kauflust. An den Aktienmärkten haben sich in den vergangenen Quartalen Exzesse korrigiert, die im Nachhinein schwer nachzuvollziehen sind. Wie konnten sich Bewertungen so weit vom nachhaltig Machbaren entfernen? Sind – nach der imposanten Talfahrt – Aktien heute billig? Das ist schwer zu sagen. Im Vergleich mit Qualitätsobligationen, deren Renditen überall in die Nähe von Tiefstständen gefallen sind, scheinen viele Dividendenrenditen von Aktien sehr attraktiv. Aber gemessen an den Price/Earning Ratios sind Aktien in den meisten Ländern historisch etwa normal bewertet und durchaus nicht extrem billig.

Zusammengefasst muss man das weltwirtschaftlich wahrscheinlichste Szenario vorsichtiger einschätzen als noch vor ein paar Monaten. Das Wachstum in den USA dürfte sich erst im Verlauf des nächsten Jahres allmählich seinem Potential annähern, und auch unser europäisches Umfeld wird noch für einige Zeit durch konjunkturelle Lethargie belastet bleiben.

Ich komme damit zur Schweiz.

Der Konjunkturverlauf in der Schweiz

Vor dem Hintergrund der sich abschwächenden Weltkonjunktur konnte die Schweiz im Jahr 2001 ihr Wachstumspotential von schätzungsweise zwei Prozent bei weitem nicht

ausschöpfen, und als Folge nimmt die Arbeitslosigkeit seit Mitte 2001 deutlich zu. Gemäss den neuesten Zahlen war das reale Bruttoinlandprodukt in der Schweiz vom zweiten Quartal 2001 bis zum ersten Quartal 2002 rückläufig. Im zweiten Quartal hellte sich die Lage nur geringfügig auf und das reale Bruttoinlandprodukt lag noch immer 0.4 Prozent unter dem Vorjahresstand. Heute deutet alles darauf hin, dass die Entwicklung in der zweiten Jahreshälfte schwach bleibt. Damit dürfte das Wachstum im laufenden Jahr insgesamt nur knapp über 0 Prozent betragen: eine «schwarze Null», wahrlich eine Ernüchterung. Wie konnte es so weit kommen?

Das Nachlassen der Nachfrage aus dem Ausland hatte nicht nur einen Rückgang der schweizerischen Exporte zur Folge, sondern bewirkte auch eine massive Verschlechterung des Investitionsklimas im Inland. Der Einbruch der Unternehmensinvestitionen, der Anfang 2001 begann, setzte sich auch im zweiten Quartal dieses Jahres fort. Die Ausrüstungsinvestitionen lagen 18% unter dem Vorjahresniveau; der Begriff einer Investitionskrise ist hier am Platz.

Davon sind naturgemäss nicht alle Wirtschaftszweige gleichermassen betroffen. Als Lieferant von Investitionsgütern bekam der schweizerische Industriesektor den Konjunkturunbruch stärker zu spüren als andere Bereiche. Besonders in Mitleidenschaft gezogen wurden die Unternehmen der Maschinen – und Elektroindustrie sowie deren Zulieferfirmen. Mit teilweise dramatischen Umsatzeinbussen sahen sich auch Unternehmen konfrontiert, die im Hightech-Sektor tätig sind. Die Bauwirtschaft konnte sich der Abschwächung nicht entziehen. Besonders stark betroffen war der gewerblich-industrielle Bau, der sich einem steigenden Überangebot an Büro- und Gewerbeflächen und sinkenden Mietpreisen gegenüber gestellt sah. Andere Teile der Industrie – allen voran die Pharma- und die Nahrungsmittelindustrie – erfreuten sich dagegen eines anhaltend zufrieden stellenden Geschäftsganges.

Im Gegensatz zu den Investitionen schwächte sich der private Konsum, die wichtigste Nachfragekomponente, weniger stark ab. Er wird gestützt durch eine nach wie vor gute Beschäftigungslage und damit eine günstige Einkommenssituation, sowie die niedrigen Zinsen. Mit den Turbulenzen, die in den Sommermonaten die Finanzmärkte erschütterten, wurden die Unsicherheiten über die künftige Konsumententwicklung allerdings verstärkt.

Die Anpassungsprobleme in Teilen der Industrie werden ergänzt durch unumgängliche Kapazitätsreduktionen im Bereich der Finanzdienstleistungen, wo insbesondere im Kapitalmarkt-, Anlage- und Versicherungsgeschäft im Boom vergangener Jahre Ressourcen aufgebaut worden sind, die sich unter normalen Bedingungen kommerziell

nicht rechtfertigen lassen. Dies erschwert den Anpassungsprozess, dessen Auswirkungen auf das Konsum- und Investitionsklima derzeit schwierig abzuschätzen sind. In diesem Umfeld ist anzunehmen, dass die Beschäftigung noch für einige Zeit weiter rückläufig sein wird.

Indessen wäre es verfehlt, angesichts der aktuellen Schwierigkeiten die Proportionen zu verlieren. Vor allem gilt es auf die wesentlichen Unterschiede hinzuweisen zur Situation anfangs der 90er Jahre, als eine für unser Land sehr enttäuschende Phase der Rezession und mehrjähriger Stagnation begann. In jenen Jahren fiel die Schweiz markant und für längere Zeit hinter die Entwicklung der OECD zurück, weil unsere Wirtschaft unter besonderen Belastungen zu leiden hatte. Ich denke an die – nach dem Boom der späten 80er Jahre – markant restriktive Geldpolitik, die hohe Zinsen bewirkte und zu einer sehr starken realen Frankenaufwertung beitrug, die von Mitte 1992 bis Mitte 1995 rund 20% erreichte. Ich denke zusätzlich an die restriktive öffentliche Haushaltspolitik, die den gesamtwirtschaftlichen Restriktionskurs verschärfte. Überdies waren als Konsequenz weit verbreiteter Strukturschwächen schwerwiegende Verluste im inländischen Kreditgeschäft zu verkraften. 1991 bis 1996 stagnierte unsere Wirtschaftsleistung, während die OECD-Länder in diesen sechs Jahren ein kumuliert zweistelliges Wachstum erreichten. Von einem solchen «Sonderfall Schweiz» kann heute nicht die Rede sein. Unsere Konjunktorentwicklung hat sich etwa im Gleichschritt mit der Weltwirtschaft abgeschwächt, und sie wird sich wieder beschleunigen, wenn sich die internationale Aktivität – insbesondere in Europa normalisieren wird. Die Exporte werden für unsere Konjunktur von massgeblicher Bedeutung sein. Sie haben sich im ersten Halbjahr leicht erholt und lagen im zweiten Quartal wieder über dem Vorjahresstand. Dies trotz einer Wechselkursentwicklung, die den Margendruck zusätzlich verstärkte. Das ist gewiss ein positives Zeichen. Ob und wann es sich zu einem positiven Trend verdichten wird, ist schwer zu sagen. Ich komme damit zur Geldpolitik.

Geldpolitik in einem schwierigen Umfeld

Die seit mehreren Quartalen unerfreuliche konjunkturelle Entwicklung hat die Nationalbank herausgefordert. Unser vorrangiges Ziel ist die Bewahrung der Preisstabilität, aber zusätzlich im Rahmen des damit definierten Handlungsspielraums die Sorge um einen möglichst ausgewogenen Konjunkturverlauf. Was haben wir unternommen? Bereits im März des letzten Jahres senkten wir das Zielband für den Dreimonats-Libor um einen viertel Prozentpunkt auf 2,75-3,75%. Früher als andere Notenbanken reagierten wir damit

auf die sich abzeichnende konjunkturelle Abkühlung und die zunehmenden internationalen Risiken. Nach den Terrorattacken vom 11. September 2001 in den USA spitzte sich die Lage an den Devisenmärkten zu und der Franken kam unter starken Aufwertungsdruck. Um der Unsicherheit an den Finanzmärkten entgegenzutreten, nahmen wir den Dreimonate-Libor innert acht Tagen in zwei Schritten um einen weiteren Prozentpunkt zurück. Im Dezember und Anfang Mai dieses Jahres senkten wir das Zinsband nochmals um je einen halben Prozentpunkt auf 0,75-1,75%.

Insgesamt lockerten wir die geldpolitischen Zügel zwischen März 2001 und Mai 2002 um 2,25 Prozentpunkte. Bei unseren Zinsschritten – sowie bei zahlreichen anderen Gelegenheiten – verließen wir unserer Sorge um die Aufwertung des Frankens Ausdruck. In einer Zeit nachlassenden Wirtschaftswachstums kam eine solche Höherbewertung unserer Währung einer unerwünschten Verschärfung der monetären Rahmenbedingungen in der Schweiz gleich. Dieser entschieden entgegenzutreten war uns ein wichtiges Anliegen. Zweifellos kam uns zugute, dass keine Anzeichen für eine Gefährdung der Preisstabilität in der nahen und mittleren Zukunft bestanden. Daher hatten wir einen recht grossen Handlungsspielraum, um auf die unerwünschte Frankenstärke zu reagieren.

Dabei war und ist uns klar, dass man – zumal in Phasen erhöhter Unsicherheit – den Wechselkurs mit Manipulationen der Zinsdifferenz zu ausländischen Währungen nicht verlässlich steuern kann. Aber man kann auf Wechselkursveränderungen mit Zinsanpassungen reagieren, um einen konjunkturell restriktiv wirkenden Aufwertungseffekt mit einem entgegengesetzten Zinsschritt wenigstens teilweise zu kompensieren. Das haben wir in den vergangenen 18 Monaten wiederholt getan. Zwar bewegt sich der Euro-Wechselkurs seit dem Schock vom 11. September im Bereich von etwa 1,45 bis 1,48 CHF pro Euro, dafür hat sich am Geldmarkt die Zinsdifferenz zum Euro von einem Prozentpunkt auf 2½ Prozentpunkte ausgeweitet.

Die letzte, am 26. Juli vorgenommene Zinssenkung um 50 Basispunkte war entscheidend durch eine weniger günstige Konjunktüreinschätzung motiviert, an der sich zwischenzeitlich nichts geändert hat. Das am 26. Juli bei ¼ bis 1¼ Prozent festgelegte Zinsband scheint uns nach wie vor angemessen. Wir haben daher an der letzte Woche vorgenommenen vierteljährlichen Lagebeurteilung entschieden, den Geldmarktzins unverändert bei rund ¾ Prozent zu belassen. Aber wir werden auf der Hut sein müssen und auf Veränderungen des Umfeldes nötigenfalls rasch reagieren.

Ausblick

Die Perspektiven für die Konjunktur in der Schweiz versprechen keine rasche Erholung. 2002 war und ist ein Jahr der Stagnation, und für das kommende Jahr zeichnet sich im Schlepptau der internationalen Entwicklung eine eher langsame Beschleunigung ab. Bei diesem Ausblick ist trotz sehr tiefer Zinsen auf absehbare Zeit keine Teuerungsgefahr zu erkennen. Selbst wenn uns die Konjunkturerholung im Verlauf der nächsten Monate und Quartale positiv überraschen sollte, bleibt für notwendige Zinsanpassungen genügend Zeit.

Die konjunkturelle Risikobalance hat sich in den letzten Monaten auf die Seite wirtschaftlicher Schwäche verschoben, sowohl in den USA als auch – und dies ausgeprägter – in Europa. Obwohl die Teuerungsraten in der Schweiz tief sind, halten wir eine deflatorische Entwicklung für recht unwahrscheinlich. Unsere Kernteuerung beträgt seit längerer Zeit rund ein Prozent, und die Inlandpreise weisen steigende Tendenz auf. Unser Bankensystem ist stabil, und damit droht keine plötzliche Kreditverknappung, wie man dies im Falle erhöhter finanzieller Systemrisiken befürchten müsste.

Die Hauptsorge zahlreicher Akteure – insbesondere der Exporteure und ihrer Zulieferer – gilt naheliegenderweise der Wechselkursentwicklung des Frankens, vorab gegenüber dem Euro. Es entspricht der Erfahrung und es ist überdies ökonomisch leicht nachvollziehbar, dass in Zeiten erhöhter Unsicherheit die Währung eines internationalen Gläubigerlandes zur Stärke tendiert. Leider ist nicht auszuschliessen, dass politisch-militärische Ereignisse zusätzliche Ängste auslösen und den Aufwertungsdruck auf den Franken weiter verstärken. Aber es ist auch möglich, dass sich die Entwicklung normalisiert. Wir werden, wenn ausserordentliche Schocks unsere Stabilität ernsthaften Gefahren aussetzen, entschlossen reagieren, nötigenfalls auch mit ausserordentlichen Massnahmen.

Lassen Sie mich schliessen mit einer zwar unoriginellen, aber gerade in der aktuellen Situation wichtigen Überlegung. Sie setzt an bei der häufig und mit Besorgnis gestellten Frage: Woher soll denn der Aufschwung kommen? Diese Frage suggeriert ein irreführendes Bild der konjunkturellen Wende. Eine Konjunkturerholung kommt realistischerweise nicht dadurch zustande, dass da plötzlich eine kraftvolle Energiequelle zu sprudeln beginnt. Vielmehr stellt sich die Wende in der wenig spektakulären Weise ein, dass zahllose Akteure sich in einem bestimmten Moment ein bisschen anders verhalten; dass sie ein wenig mehr ausgeben, dass sie einen zurückgestellten Ersatzbedarf an Ausrüstungsgütern nicht mehr weiter hinausschieben, oder dass sie tief gehaltene

Lagebestände wieder leicht anheben. Vieles spricht dafür, dass die Voraussetzungen für solche graduellen Korrekturen, deren Multiplikation den Aufschwung generieren kann, durchaus gegeben sind und eine solide Dosis an Zuversicht rechtfertigen. Wir sind überzeugt, dass die Schweizer Wirtschaft strukturell und in Bezug auf den monetären Rahmen gut positioniert ist, um von einer Beschleunigung der Nachfrage schnell und nachhaltig zu profitieren.