

**Mitten drin, doch nicht dabei –  
Erfahrungen und Perspektiven der schweizerischen Geldpolitik**

Prof. Dr. Bruno Gehrig  
Vizepräsident des Direktoriums  
Schweizerische Nationalbank

Referat vor der Deutsch-Schweizerischen Gesellschaft in Hamburg

Ich freue mich sehr und bin Ihnen dankbar dafür, dass ich heute in Ihrem Kreis Gastrecht geniessen und zu Ihnen sprechen darf. Ihre Einladung eröffnet mir – von der Pflege persönlicher Kontakte abgesehen – zwei wertvolle Gelegenheiten. Zum einen darf ich in einem befreundeten Nachbarland und erstmals in Hamburg unsere Politik darlegen und begründen, warum wir diesen Weg eingeschlagen haben und fortsetzen möchten. Und zum andern darf ich mit dem Besuch meine höchste Wertschätzung für die Deutsch-Schweizerische Gesellschaft Hamburg zum Ausdruck bringen, für Ihr erfolgreiches Engagement zur Pflege der wirtschaftlichen, politischen und kulturellen Beziehungen zwischen Ihrer Stadt und meinem Land. Vielen Dank dafür.

«Mitten drin, doch nicht dabei» – unter dieser Überschrift möchte ich Ihnen einen vierteiligen Vortrag offerieren. Ich beginne mit dem «Mitten drin», mit einigen Hinweisen auf die Vernetzung der Schweizer Wirtschaft mit jener der Europäischen Union (EU) und insbesondere mit jener Deutschlands. Daraus ergeben sich Konsequenzen für die Geldpolitik. Im zweiten Teil wende ich mich im Sinne einer Zwischenbilanz den Erfahrungen zu, die wir im Zusammenleben mit dem Euro bislang gemacht haben. Anschliessend gehe ich der Frage nach, welche geldpolitischen Auswirkungen ein allfälliger Beitritt der Schweiz in die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion (EWWU) hätte. Zum Schluss möchte ich mich mit den aktuellen wirtschaftlichen Tendenzen und Perspektiven befassen.

## **1. Die Schweiz ist «europäischer» als manches EU-Land**

Der Schweizer Souverän hat vor zehn Jahren den Beitritt zum Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) abgelehnt. Dies hat nichts an der Tatsache geändert, dass die Schweizer Wirtschaft unter zahlreichen Aspekten aufs Engste mit ihrem europäischen Umfeld verbunden und damit in offensichtlicher Weise auch vom Gedeihen dieses Europas abhängig ist. Diese markante Exponiertheit zeigt sich insbesondere in der Bedeutung des schweizerischen Aussenhandels mit der EU.

EU-Länder sind unsere wichtigsten Handelspartner. In diese gehen rund 60% der schweizerischen Ausfuhren, während mehr als 70% unserer Einfuhren aus diesen Ländern stammen. Überdies zeigen die Warenexporte in die EU seit 1996 eine stark ansteigende Tendenz. 1999 beliefen sie sich wertmässig auf über 18% des schweizerischen Bruttoinlandprodukts (BIP).

Interessanterweise liegt der Vergleichswert im Durchschnitt der EU-Mitgliedsländer für deren Exporte in die anderen Mitgliedsländer tiefer. Bezüglich der Warenexporte ist die

Schweizer Wirtschaft stärker EU-orientiert als die meisten Volkswirtschaften der EU-Mitglieder.

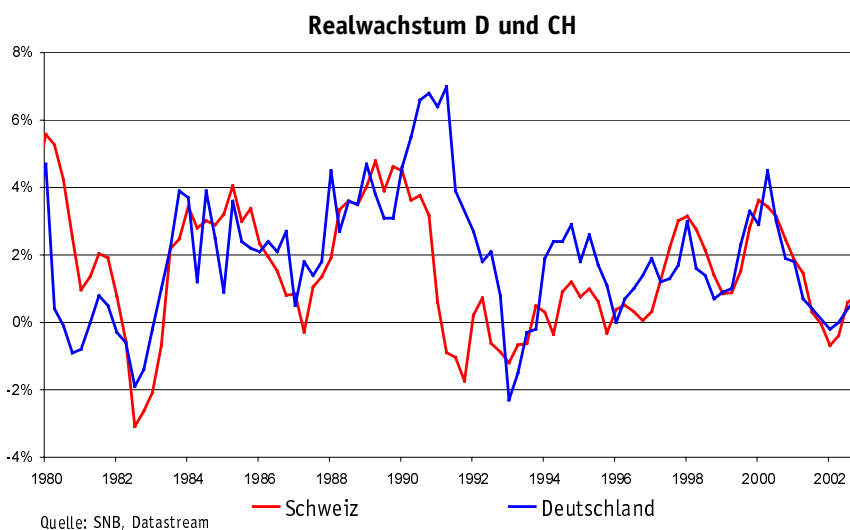
Aus dieser engen Verflechtung resultieren zwei Folgerungen. Zum einen bewegt sich die Wirtschaftsaktivität in der Schweiz weitgehend mit der konjunkturellen Entwicklung in der EU. Die Schweiz hat ein vitales Interesse an einer wirtschaftlich starken und funktionstüchtigen EU.

Zum andern ist das Kursverhältnis zwischen dem Franken und dem Euro von zentraler Bedeutung für grosse Teile der wirtschaftlichen Aktivität in der Schweiz.

### ***Eine besondere Nähe zu Deutschland***

Der enge Konjunkturzusammenhang gilt v.a. mit Deutschland. Er erklärt sich einerseits durch Gemeinsamkeiten bezüglich der Struktur des Produktionsapparates, der Arbeitsintensität und des realen Lohnniveaus. Deutschland und die Schweiz sind auch bekannt für ihren nachhaltigen Erfolg im Kampf gegen die Inflation. Ihre Inflationsraten gehörten in den letzten drei Jahrzehnten zu den tiefsten weltweit. Auf vielen Gebieten arbeiten deutsche und schweizerische Firmen vorzüglich zusammen. Ein Beispiel unter vielen ist die Eurex, die weltweit grösste Derivatebörse, die zu gleichen Teilen der Deutschen und der Schweizer Börse gehört.

Andererseits pflegt die Schweiz sehr enge aussenwirtschaftliche Beziehungen zu Deutschland, ihrem wichtigsten Handelspartner. So machen die Ausfuhren nach Deutschland 23% der gesamten Schweizer Exporte aus, während der Anteil der Importe aus Deutschland gar 33% beträgt. Daher erstaunt es nicht, dass das Wirtschaftswachstum in den beiden Ländern seit längerer Zeit recht ähnlich verläuft.



Während den 80er-Jahren war die Entwicklung stark synchron. Dagegen kam es Anfang der 90er-Jahre zu einer Abkoppelung. Während Deutschland als Folge der Wiedervereinigung einen kurzen Boom durchlief, glitt die Schweizer Wirtschaft in eine sechs lange Jahre dauernde Stagnation ab, und dies obwohl die Zinssätze rund 2 Prozentpunkte tiefer lagen als die DM-Sätze. Deutschland verzeichnete zwischen 1991 und 1997 ein insgesamt deutlich höheres Wirtschaftswachstum als die Schweiz. Erst 1997 begann sich die Konjunktur in der Schweiz, unterstützt durch aggressive Zinssenkungen, wieder zu beleben. Danach lagen die Wachstumsraten in der Schweiz teilweise gar über den deutschen. Fast synchron war dann der Wachstumseinbruch in den vergangenen zwei Jahren.

Ähnlich wie in Deutschland blicken wir wachstumsmässig auf ein unbefriedigendes Jahrzehnt zurück. Die Wachstumsrate in der EU betrug durchschnittlich 2%, in den USA sogar 3,2%. Zusammen mit Italien (1,5%) und Deutschland (1,4%) zählt die Schweiz mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate seit 1992 von 1% zur Gruppe der Länder in Europa mit dem geringsten Wachstum. Die Zunahme der Arbeitsproduktivität war in Deutschland und der Schweiz geringer als im EU-Durchschnitt.

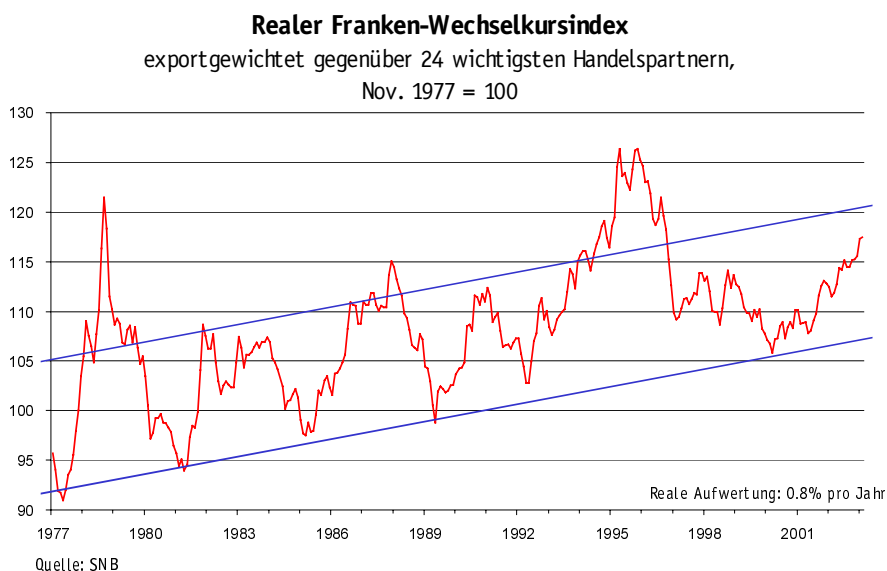
Trotz der offensichtlichen konjunkturellen Parallelität gibt es zwischen unseren beiden Ländern markante strukturelle und institutionelle Unterschiede. Ich denke an die unterschiedlich gestalteten fiskalischen Beziehungen zwischen Zentralstaat und Gebietskörperschaften oder an den Aufbau der Altersvorsorge. Besonders augenfällig unterscheiden sich die Verhältnisse an den Arbeitsmärkten. Zwar ist die Schweiz längst keine Insel der Vollbeschäftigung mehr, aber mit durchschnittlich 3.5% in den vergangenen zehn Jahren erreichte die Arbeitslosigkeit weniger als die Hälfte des in Deutschland registrierten Niveaus. Auch in Bezug auf die Beschäftigungsquote – den Anteil der Beschäftigten an den Erwerbsfähigen – erreicht die Schweiz mit fast 80% einen deutlich höheren Wert als Deutschland, wo dieser Anteil knapp 70% beträgt. Dieser grosse Unterschied hat zweifellos eine Mehrzahl von Gründen. Einige sind institutionell-regulatorischer Art und derzeit Gegenstand wichtiger Reformbemühungen in diesem Land. Die kleine und sehr offene Volkswirtschaft der Schweiz war strukturell immer auf ein hohes Mass an Arbeitsmarktflexibilität angewiesen. Diese Notwendigkeit erweist sich heute – in einem Umfeld raschen wirtschaftlichen Wandels – unter vielen Gesichtspunkten als Vorteil.

Wenn die konjunkturelle Abhängigkeit der Schweiz von den wichtigsten europäischen Nachbarn in der Vergangenheit offensichtlich war, so wird sie – in verstärktem Masse –

auch die Zukunft prägen. Die Verflechtungen der Schweiz mit der EU nehmen eindeutig zu, so dass die konjunkturellen Abhängigkeiten tendenziell ausgeprägter werden. Der Euro hat diesen Prozess noch verstärkt. Aber es wird auch Phasen mit unterschiedlicher Entwicklung geben, in denen eigenständig gezielte geldpolitische Impulse notwendig sein werden.

## 2. Der Wechselkursschatten der Schweizer Geldpolitik

Angesichts der engen internationalen Verflechtung der Schweizer Wirtschaft kommt dem Wechselkurs eine zentrale Bedeutung zu. Lassen Sie mich die langfristige Entwicklung des Frankens etwas näher beleuchten. Aus geldpolitischer Sicht massgebend ist der reale, handelsgewichtete Wechselkurs. Das Gewicht der Länder des Eurogebietes in diesem Index ist mit gut 60% erheblich.



Ins Auge sticht der offensichtlich ansteigende Trend. Der Index stieg in den letzten 25 Jahren um durchschnittlich 0,8% pro Jahr an. Mehrere Faktoren tragen dazu bei. Einer davon ist der Produktivitätsvorsprung des Exportsektors gegenüber dem Binnensektor. Dieser Unterschied ist in der Schweiz ausgeprägter als in anderen Ländern. Ein anderer Grund sind die strukturell hohen Ertragsbilanzüberschüsse der Schweiz. Diese beliefen sich im vergangenen Jahrzehnt auf durchschnittlich 8,9% des BIP, gegenüber ~0,3% in Deutschland und 0,2% in der EU. Die hohen Überschüsse stammen zu einem bedeutenden Teil aus den Erträgen der akkumulierten Nettogläubigerposition. Sie tragen

zum guten Ruf des Frankens bei und verstärken die laufende Frankennachfrage, vor allem weil ein Teil der Kapitalerträge repatriiert wird.

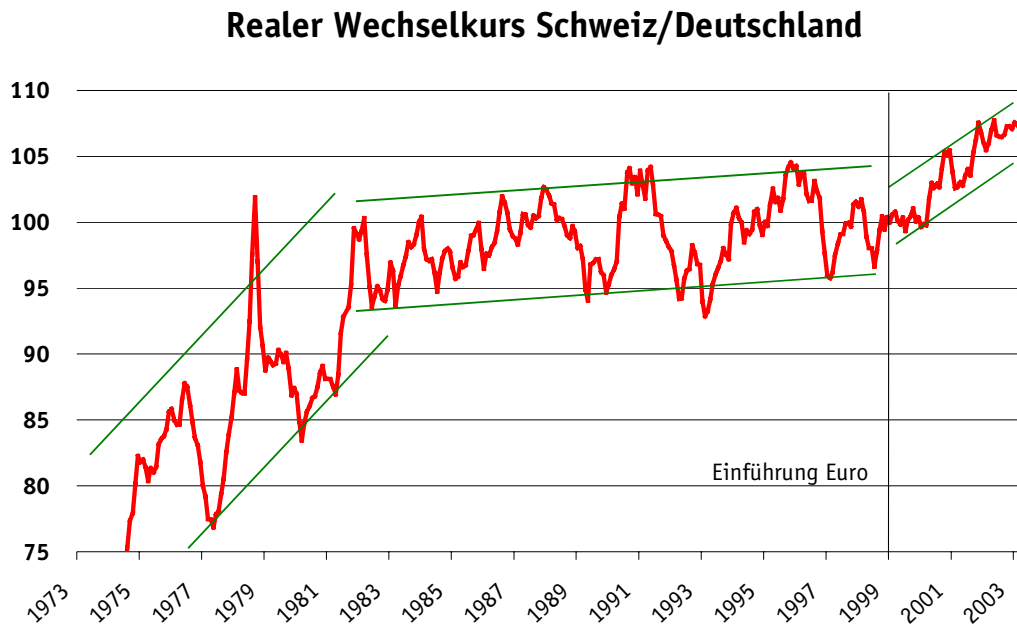
Die Aufwertungstendenz des Frankens hat gute Seiten und Kehrseiten. Willkommen ist die Verbilligung der Importe und die Erhöhung der internationalen Kaufkraft gegebener Frankeneinkommen. Demgegenüber stellt der harte Franken den Exportsektor und sein Zulieferbetriebe unter einen besonderen Wettbewerbs- und Anpassungsdruck. Im Trend ist die Schweizer Wirtschaft mit diesem Druck gut zurecht gekommen. Die vom Wechselkurs erzwungene Anpassungsflexibilität mag die internationale Konkurrenzfähigkeit der Wirtschaft mitunter sogar steigern. Ein erstes Indiz dafür ist, dass die Schweizer Waren- und Dienstleistungsexporte seit 1990 von 33% auf mittlerweile über 40% des BIP angestiegen sind. Unter dem Aspekt der Wettbewerbsfähigkeit relevant sind allerdings nicht die Exporte allein, sondern der Saldo von Exporten minus Importen. Er hat sich seit 1990 von 3% auf inzwischen über 6% des BIP erhöht.

Dass unsere Exportwirtschaft gelernt hat, mit dem Aufwertungs-trend des Frankens umzugehen, stimmt positiv. Dass allerdings massive kurz- und mittelfristige Schwankungen des realen Frankenkurses die Anpassungsprobleme erschweren und zum Teil unlösbar machen, davor dürfen wir die Augen nicht verschliessen. Wir erlebten schon mehrfach Phasen, in denen sich der Franken real innert kurzer Zeit um zweistellige Prozentwerte aufwertete. Schlagende Beispiele dafür sind die späten siebziger und die erste Hälfte der neunziger Jahre. Diese Phasen destabilisierten unsere Konjunktur und führten zu gravierenden Anpassungslasten.

Mit der Einführung des Euro veränderte sich die Gestalt des Wechselkursrisikos, dem unsere Firmen ausgesetzt sind. Einerseits kommt auch uns zugute, dass mit dem Euro auch die abwertungsanfälligen Vorgängerwährungen ersetzt wurden. Gleichzeitig stellt der Euro-Frankenkurs für unsere Wirtschaft und Konjunktur ein Klumpenrisiko dar, das sich mit zunehmender «Europäisierung» der Schweizer Wirtschaft weiter akzentuiert.

Im Vorfeld der Währungsunion war unklar, welche Schwankungsbreite des Euro – als gewichtetes Mittel der Vorgängerwährungen – gegenüber dem Franken zu erwarten war. Die da und dort gehegten Befürchtungen, dass die Schwankungen zunehmen würden, haben sich nicht bestätigt. Seit der Einführung schwankte der Euro gegenüber dem Franken nicht stärker als früher die D-Mark. Allerdings akzentuierte sich der Aufwertungstrend des Frankens. Gegenüber Deutschland, dem wichtigsten Handelspartner der Schweiz, stieg der reale Wechselkurs seit 1999 um mehr als 7%.

Diese Verschlechterung der Konkurrenzfähigkeit macht unserer Exportwirtschaft zu schaffen.



Lassen Sie mich kurz unsere Erfahrungen mit dem Euro seit dessen Einführung 1999 rekapitulieren.

In einer ersten, 14 Monate dauernden Phase war der Franken-Euro-Kurs auf einem Niveau von 1.60 praktisch stabil. Der Grund war eine offenkundige geldpolitische und konjunkturelle Parallelität zwischen der Schweiz und dem Euro-Gebiet. Unsere Ankündigung, eine drohende Frankenaufwertung nicht hinzunehmen, mag ebenfalls dazu beigetragen haben.

Ab Frühjahr 2000 – angesichts des damaligen Konjunkturaufschwungs – verschärften wir unseren geldpolitischen Kurs stärker als die Europäische Zentralbank. Dies hatte in kurzer Zeit eine Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro auf rund 1.53 zur Folge. Die Frankenaufwertung war unsererseits nicht angestrebt. Sie unterstützte jedoch unsere Absicht, die monetären Bedingungen zu straffen und trug schliesslich dazu bei, dass der Zinsanstieg moderat blieb.

Einen zweiten Aufwertungsschub erfuhr der Franken nach dem Schock vom 11. September. Innert weniger Tage stieg der Franken gegenüber dem Euro um weitere 5%. Dieser Aufwertungsschub war einzig auf eine veränderte Risikowahrnehmung der Märkte zurückzuführen und kam angesichts der konjunkturellen Talfahrt sehr ungelegen. Um

einer Verschärfung der monetären Bedingungen entgegen zu treten, reagierten wir mit zwei kurz aufeinander folgenden Leitzinssenkungen.

Seither hält sich der Euro-Frankenkurs hartnäckig zwischen 1.45 und 1.48. Mit anderen Worten hat die seit dem 11. September bezahlte Prämie auf dem Franken weiterhin Bestand. Der Franken blieb trotz wachsendem Zinsnachteil sehr gefragt. Dies zeigt auch, dass man den Wechselkurs mit Zinsmassnahmen zwar beeinflussen, aber nicht verlässlich steuern kann. Nichtsdestotrotz ist – wenn immer die Wechselkurslage schwierig wird – die Zinsdifferenz zum Euro für uns ein wesentliches Element der geldpolitischen Steuerung. Dies haben wir auch mit dem jüngsten Zinsschritt anfangs März unterstrichen. Er trug letztlich dazu bei, Aufwertungsdruck vom Franken zu nehmen und den Euro-Frankenkurs zu stabilisieren.

Insgesamt hat der Euro seit der Einführung gegenüber dem Franken nominal gut 9% verloren. Ein Teil davon ist auf die Inflationsdifferenz zwischen den beiden Währungsräumen zurückzuführen. Bereinigt um diese Inflationsdifferenz, verbleibt immer noch eine reale Höherbewertung des Frankens um 5,5%. Noch ausgeprägter ist die reale Aufwertung gegenüber unserem wichtigsten Handelspartner Deutschland. Damit verteuerten sich die Produkte unserer Exporteure gegenüber denen ihrer deutschen Konkurrenz beträchtlich.

Welche Schlüsse ziehen wir aus dem Gesagten für die operative Geldpolitik der Zentralbank «mitten drin, doch nicht dabei»?

- Dem Wechselkurs kommt eine zentrale Bedeutung zu. Geldpolitische Impulse wirken bei uns oft schneller über den Wechselkurs- als über den Zinskanal. Umgekehrt ist der Wechselkurs viel grösseren Störungen ausgesetzt und damit weniger gut steuerbar als der Zinssatz.
- Dennoch: Für die Steuerung der Geldpolitik sind die gesamten monetären Bedingungen, d.h. der Mix aus Zinsen und Wechselkurs, massgebend. Wenn sich der Franken aufwertet und sich die monetären Bedingungen damit verschärfen, kann dieser Effekt mittels Zinssenkungen mindestens teilweise kompensiert werden.
- Die Erneuerung des geldpolitischen Konzepts im Jahr 2000, welche die Abkehr von der Geldmengensteuerung hin zu einer Zinssteuerung beinhaltete, erleichterte uns die verstärkte Rücksichtnahme auf den Euro-Frankenkurs. Dabei ist eine präzise Wechselkurssteuerung weder möglich noch wünschenswert. Entscheidend ist, dass man mit der Geldpolitik vom Wechselkurs ausgehende Schocks abzufedern vermag.



Nur in Ausnahmefällen – wie der extremen Frankenstärke von 1978 – kann ein temporäres Wechselkursziel Sinn machen.

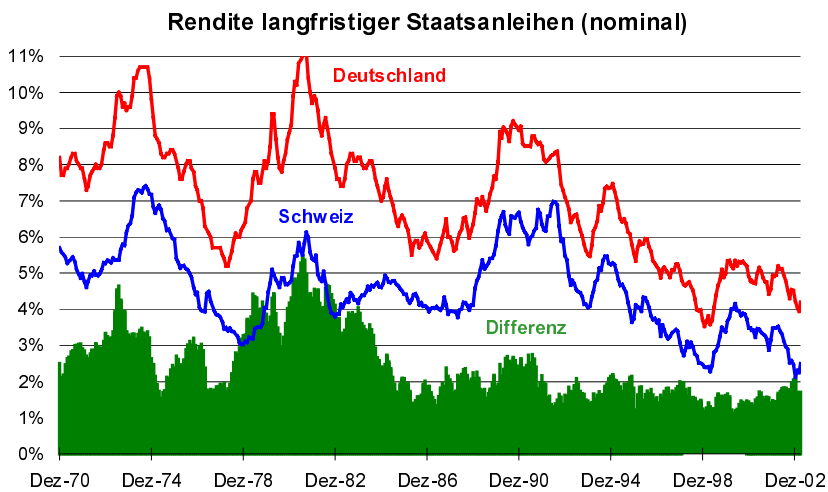
- Eine in diesem Sinne «eigenständige» Geldpolitik ist auch in einer eng mit dem Ausland verflochtenen Volkswirtschaft möglich und wirksam.
- Im aktuellen Umfeld schwacher Konjunktur, mit Geldmarktsätzen in der Nähe von Null und einem hoch bewerteten Franken, sind wir operativ herausgefordert. Wir müssen im Bedarfsfall auf andere Instrumente zurückgreifen. Dabei kommen in erster Linie Interventionen auf dem Devisenmarkt in Frage. Über den Einsatz solcher ausserordentlicher Instrumente muss mit Bedacht entschieden werden. Denn im Ernstfall sind Entschlossenheit und Ausdauer gefordert.

### **3. Ein EU-Beitritt – höchstens eine Langfristoption**

Wirtschaftlich ist die Schweiz mit der EU aufs Engste verflochten. Institutionell verlief die Integration relativ zaghaft. Zwischen dem Freihandelsabkommen von 1972 – damals noch mit der EG – und dem sektoriellen Andocken an den EU-Binnenmarkt Mitte 2002 liegen 30 Jahre. Politisch tut sich die Schweizer Bevölkerung mit der EU-Frage traditionell schwer. Die Zeit für einen Beitritt zur EU ist noch nicht reif. Noch im März 2002 sagten 77% der Stimmenden Nein zu einem Begehren, das einen raschen EU-Beitritt anstrebte. Das von der Schweizer Regierung bereits 1992 prophylaktisch eingereichte Beitrittsgesuch liegt auf inzwischen «gletscherdickem» Eis. Urschweizerisches Eigenständigkeits- und Unabhängigkeitsdenken gepaart mit Skepsis vor grossen Würfeln begleitet die Schweiz auf ihrem unspektakulären Weg der kleinen Schritte. Doch es gibt auch geld- und währungspolitische Bedenken gegen einen EU-Beitritt.

Im Falle eines EU-Beitritts müssten wir den Franken durch den Euro ersetzen und die eigenständige Geldpolitik aufgeben. Die Inflations- und Konjunktursteuerung würde erschwert. Vor allem aber entstünden Kosten in Form höherer Nominal- und Realzinsen. Die schweizerischen Geld- und Kapitalmarktzinsen würden sich zwangsläufig dem höheren Euro-Zinsniveau angleichen. Dies, nachdem sie seit Jahrzehnten strukturell um 1,5 bis 3 Prozentpunkte unter den deutschen Sätzen liegen, und zwar trotz etwa gleich hoher Inflation über diesem Zeitraum. Der Zinsvorteil ist für die Schweizer Volkswirtschaft unter anderem deswegen wertvoll, weil er wesentlich über die trendmässige Frankenaufwertung hinaus geht. Im internationalen Standortwettbewerb kommt dem Zinsbonus eine erhebliche Bedeutung zu. Vergleichsweise tiefe Kapitalkosten erhöhen die

Kapitalintensität, steigern die Produktivität und generieren damit letztlich zusätzliches Einkommen und Beschäftigung.



Ein Zinsanstieg auf das Niveau der Währungsunion würde die Produktionskosten in der Schweiz permanent erhöhen. Die langfristigen Auswirkungen eines dauerhaft höheren Realzinses wären tief greifend und schädlich. Im Grunde ist Deutschland der Währungsunion mit ähnlichen Voraussetzungen beigetreten. Ihr Land hatte ebenfalls – im Vergleich zu den anderen Teilnehmerländern – tiefere Nominalzinsen und eine geringere Teuerung. Durch den Eintritt in die Währungsunion verschwand der Zinsvorteil völlig, der Inflationsunterschied aber nur teilweise. Deshalb ist Deutschland seit längerem – im Vergleich zu den anderen Ländern der Währungsunion – mit höheren Realzinsen und den dadurch bedingten Anpassungslasten konfrontiert.

Es hatte ebenfalls tiefere Realzinsen als die übrigen Teilnehmerländer und ist daher heute – auch aussenwirtschaftlich – mit Anpassungslasten konfrontiert.

Für die Schweizer Bevölkerung ist der Zinsvorteil das herausragende wirtschaftliche Argument gegen einen Beitritt zu EU und Währungsunion. Und dieser Zinsbonus kann durchaus Bestand haben. Kernvoraussetzung dafür ist eine erfolgreiche Stabilitätspolitik. Fast ebenso wichtig ist aber, dass die internationale Wettbewerbskraft unserer Wirtschaft trotz Wechselkürserschütterungen erhalten bleibt. Auch hierzu muss die Geldpolitik ihren Beitrag leisten.

Eine eigenständige Geldpolitik ist dann besonders vorteilhaft, wenn die Wirtschaftsentwicklungen auseinander laufen, z.B. weil wirtschaftliche Störungen die einzelnen Länder uneinheitlich treffen. Nehmen wir ein überspitztes Beispiel. Angenommen, die Schweiz entscheide sich morgen für den Euro und läge ab übermorgen

in der wohl unvermeidlichen Zinsanpassungskrise; gleichzeitig erhole sich die europäische Wirtschaft wider alle Erwartungen rasch und kräftig. Würde die EZB in einer solchen Situation mit Rücksicht auf die Schweiz auf eine forcierte Zinserhöhung verzichten, um den Preis eines EU-weiten Inflationsrisikos? Ich denke dies bleibt eine rhetorische Frage!

Zudem würde sich die strukturelle Frankenstärke nicht einfach in Luft auflösen. Denn Notenbanken können langfristig nur den nominalen Wechselkurs, nicht aber die realen Austauschverhältnisse beeinflussen. Die trendmässige reale Aufwertung des Frankens kommt entweder durch eine nominale Aufwertung bei Preisstabilität zustande oder – bei festen Wechselkursen – durch eine höhere Inflation als im Ausland. Ein Schweizer Exporteur sähe sich nach der Euro-Einführung zwar einem nominal fixierten Wechselkurs gegenüber. Im Falle eines höheren Inflationstrends in der Schweiz müsste er aber trotzdem mit einer realen Aufwertung kämpfen. Selbst eine solche Entwicklung wäre für die Schweiz im Fall eines EU-Beitritts nicht ausgeschlossen, wie ein Blick in die Niederlande zeigt, dem mit der Schweiz vermutlich ähnlichsten EU-Land.

Sowohl für die Schweiz als auch für die Niederlande ist Deutschland der wichtigste Handelspartner. Im Unterschied zur Schweiz haben die Niederlande die gleiche Währung wie Deutschland und damit auch kein nominelles Wechselkursrisiko. Dennoch können holländische Firmen gegenüber ihren deutschen Konkurrenten an Wettbewerbsfähigkeit verlieren, wenn die Inflation in den Niederlanden höher ist. Genau dies war in den letzten vier Jahren der Fall. Während die Inflation in Deutschland im Durchschnitt bei 1,4% lag, war diese in den Niederlanden 3,4%. Dies bedeutet eine reale Aufwertung von 2% pro Jahr. Mit anderen Worten waren die holländischen Unternehmen in dieser Zeit einem noch höheren Aufwertungsdruck ausgeliefert als ihre Schweizer Konkurrenten. Andererseits profitierte Holland von deutlich tieferen Realzinsen als Deutschland. Es hatte somit in den letzten Jahren, ähnlich wie die Schweiz ausserhalb der Währungsunion, einerseits eine reale Aufwertung, andererseits aber tiefere Realzinsen. Eine Währungsunion garantiert also weder stabile reale Wechselkurse noch einheitliche reale Zinssätze.

#### **4. Aktuelle Tendenzen und Perspektiven**

Ich komme schliesslich zur Aktualität, zum Versuch, Lage und Entwicklungsperspektiven abzuschätzen, zuerst für die internationale Wirtschaft, dann für die Schweiz. Mehr als ein Versuch kann das nicht sein: Die prognostische Performance der Ökonomen war in den vergangenen drei Jahren äusserst unbefriedigend. Das ist vor allem aus zwei Gründen kein sehr überraschender Befund. Zum einen hatten und haben wir es – erstmals seit dem

zweiten Weltkrieg – nicht mit einem durch die Nachfrage, sondern durch das Angebot – die Kapitalbildung – getriebenen Schwächeanfall zu tun. Der Mangel an Erfahrung mit dieser Art einer Konjunkturbaisse hat die Prognosearbeit erheblich beeinträchtigt. Zum ändern sind die spätestens seit dem 11. September 2001 markant erhöhten geopolitischen Risiken sehr schwer einzuschätzen: Was ist «erhöhte Risikoaversion» wirklich und wozu führt diese Erwartungshaltung kurz-, mittel- und langfristig? Solche Vorbehalte sind keine Argumente gegen Prognosen oder mindestens das Bemühen über den künftigen Gang der Dinge nachzudenken, im Gegenteil. Aber sie sind ein Appell an die Bereitschaft zur Selbstkritik und den ungebrochenen Willen, die eigene Einschätzung laufend in Zweifel zu ziehen und im Lichte veränderte Gegebenheiten zu modifizieren.

### ***Weltwirtschaftliches Umfeld***

Unabhängig von regionalen und länderspezifischen Besonderheiten sind mehrere Faktoren auszumachen, welche die weltwirtschaftliche Situation prägen und ihre weitere Entwicklung beeinflussen.

Die geopolitischen Risiken stehen zu Recht im Vordergrund der meisten Kommentare und der Überlegungen wirtschaftlicher Akteure. Ökonomisch bewirken sie erhöhte Risikoprämien, gedrückte Firmenwerte und wirtschaftliche Lethargie, vor allem in Bezug auf die Investitionsbereitschaft. Aber es wäre verfehlt, die bestehenden Probleme ausschliesslich mit geopolitischen Faktoren in Verbindung zu bringen.

Vielmehr muss man feststellen, dass diese geopolitischen Risiken auf eine Weltwirtschaft treffen, die in hohem Masse fragil ist. Am Ende dieses ersten Quartals 2003 präsentiert sich die Weltwirtschaft in deutlich schwächerer Verfassung, als man dies vor sechs oder zwölf Monaten erwartet hat. Wer sich die Mühe nimmt, die seit anfangs 2001 für dieses laufende Jahr 2003 abgegebenen und periodisch angepassten Wachstumsprognosen zu vergleichen, kommt rasch zu einem ernüchternden Befund: In allen relevanten Regionen mussten die Wachstumserwartungen sukzessive nach unten revidiert werden. Solches bewirkt Enttäuschung und führt zur besorgten Frage, wie weit denn diese Verlangsamungsdynamik noch gehen wird.

Auf der Ebene weltwirtschaftlicher Zusammenhänge dürften vor allem drei Aspekte wichtig sein.

Erstens ist alles andere als klar, in welchem Masse die Exzesse der späten 90er Jahre abgebaut und überwunden sind. Über die in den 90er Jahren geschaffene Ausgangslage sind sich Alle einig: In den Unternehmenssektoren aller OECD-Länder ist es zu grossen

Kapitalbildungsexzessen und – als unvermeidliche Konsequenz der Ernüchterung – schmerzlichen Vermögensverlusten gekommen. Wie weit die Absorption dieser Schocks mittlerweile gediehen ist, ist schwer abzuschätzen. Die Antwort auf diese Frage bestimmt ganz entscheidend die Chancen für eine Normalisierung der Investitionstätigkeit im Verlauf der kommenden Quartale.

Daran schliesst sich der zweite Fragenkreis. Die in der neuesten Vergangenheit bemerkenswert robuste Konsumtätigkeit droht in den USA und in Europa abzuflachen. Wie begründet ist die Hoffnung, dass die Belebung der privaten Investitionstätigkeit rechtzeitig beginnen und einen Abfall der Gesamtnachfrage verhindern wird?

Ein dritter Problemkreis bezieht sich auf das anhaltend grosse Leistungsbilanzdefizit der USA, zu dem sich rasch ansteigende Haushaltsdefizite gesellen. Ein externes Defizit von derzeit rund 5% des Bruttoinlandprodukts ist auf die Dauer kaum zu finanzieren. Zwei Entwicklungen können zur Korrektur dieses Ungleichgewichtszustandes führen. Zum einen ein spürbarer Wachstumsvorsprung ausserhalb der USA; das würde für die USA höhere Exporte und tiefere Importe, somit ein abnehmendes Handelsbilanzdefizit bedeuten. Leider ist diese Perspektive nicht auszumachen. Eher zeichnet sich für 2003 und 2004 eine Erhöhung der Wachstumsdifferenz zu Gunsten der USA ab. Am enttäuschenden Befund, dass Europa zum weltwirtschaftlichen Wachstum fast nichts beiträgt und in einer Trittbrettfahrerstellung auf US-Impulse wartet, scheint sich auch in naher Zukunft nichts zu ändern. Damit scheint sich die Anpassung der externen Ungleichgewichte vorerst nur über den Wechselkurs des USD abzuspielen. Immerhin hat der USD zum Euro und zum Franken seit Anfang letzten Jahres rund 20% eingebüsst. Wie weit die – inzwischen wieder etwas abgebaute – Korrektur bestehende Ungleichgewichte zu korrigieren vermag und wie weit sie sich noch fortsetzen wird, ist eine offene Frage.

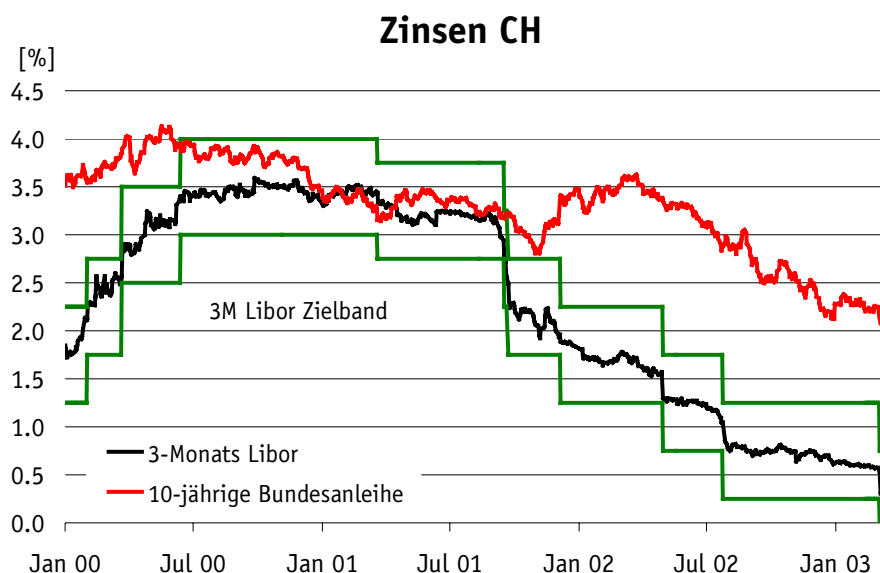
Im aktuellen weltwirtschaftlichen Umfeld dominieren die Risikoaspekte. Von Chancen ist derzeit kaum die Rede. Trotzdem, ja gerade deswegen ist es im Interesse einer realistischen Lagebeurteilung geboten, auf eindeutig positive Faktoren hinzuweisen. Drei Faktoren seien herausgehoben. Erstens registrieren wir weltweit seit mehreren Quartalen einen sehr expansiven Kurs der Geld- und der Finanzpolitik. Die Zinsen sind tief, und die Inflationsrisiken scheinen so gering, dass dieser stimulierende Kurs noch eine Zeitlang fortgesetzt werden kann. Das ist ein wichtiges Element der Stärke. Zweitens dürfen die enttäuschenden Bewertungen der Unternehmen an den Börsen nicht darüber hinweg täuschen, dass die Restrukturierungsprozesse vielenorts schon weit gediehen sind. Diese

Efforts haben viel Kraft gekostet und anfänglich zur Lethargie beigetragen. Gleichzeitig aber liegt darin die zum künftigen Unternehmenserfolg, zur Schaffung neuer Arbeitsplätze und höherer Einkommen.

Schliesslich haben die schwierigen wirtschaftlichen Verhältnisse in einigen Ländern die politischen Realisierungschancen von strukturellen Reformen offensichtlich erhöht. Gewiss, von solchen Anstrengungen wird die Konjunktur nicht rasch profitieren, aber auf Dauer tragen sie entscheidend zum nachhaltigen wirtschaftlichen Erfolg bei.

### **Perspektiven für die Schweiz**

Auch in der Schweiz hat die konjunkturelle Entwicklung in den vergangenen Quartalen einen enttäuschenden Verlauf genommen. Die von nahezu allen Auguren in Aussicht gestellte «Beschleunigung in der zweiten Jahreshälfte» hat sich 2002 zum zweiten Mal nicht erfüllt. Stattdessen musste – auch bei der Nationalbank – die Lagebeurteilung sukzessive nach unten revidiert werden. In der Überzeugung, dass die Risiken für die Preisstabilität minimal sind, haben wir unseren zinspolitischen Spielraum ohne langes Zuwarten ausgenutzt. So senkten wir seit Mitte 2001 unseren Leitzins – den 3 Monate LIBOR – um drei Prozentpunkte auf  $\frac{1}{4}$  Prozent.



Wir wollten und wollen mit dieser verhältnismässig aggressiven Zinspolitik die Chancen für eine konjunkturelle Normalisierung wahrnehmen, nachdem unser Bruttoinlandprodukt im Jahre 2002 praktisch stagnierte. Überdies musste es darum gehen, den konjunkturell unwillkommenen Bremseffekten der v.a. gegenüber dem USD kräftigen Frankenaufwertung zinspolitisch entgegen zu wirken.

Damit ist unser traditionelles geldpolitisches Instrument ausgereizt. Das ist gewiss ein unbequemer Befund, der zu einigen Fragen Anlass geben muss.

Hätten wir mit dem letzten Schritt nicht besser noch etwas zugewartet? Darüber haben wir natürlich auch und intensiv nachgedacht. Wir haben die Frage mit Entschiedenheit verneint und rasch – d.h. am gleichen Tag wie die EZB – gehandelt. Gerade weil wir die konjunkturellen Abwärtsrisiken als weiterhin erheblich einschätzten, wollten wir den noch vorhandenen Spielraum rechtzeitig und präventiv ausnutzen. Wer zu spät kommt, den bestraft das Leben. Dieses von Gorbatschow geprägte Wort gilt auch für Geldpolitiker, und zwar umso unerbittlicher, je näher man an der zinspolitischen Nulllinie angelangt ist.

Bringen denn so tiefe Leitzinsen dem realen Sektor wirklich etwas? Auch diese Frage ist ernsthaft zu prüfen. Wir meinen, sie sei zu bejahen. Immerhin gibt es in nicht unerheblichem Ausmass Kreditverträge, die – mehr oder weniger direkt – an die Geldmarktzinsen gebunden sind. Und die langfristigen Zinsen – beispielsweise auf den 10-jährigen Bundesobligationen – sind in den vergangenen 12 Monaten nicht nur, aber wahrscheinlich auch wegen unserer Zinssenkungen um über 100 Basispunkte gefallen. Dieser Effekt ist zugegebenermassen zu einem guten Teil am realen Sektor vorbeigegangen, weil die Kreditgeber angesichts der hohen Unsicherheiten die Risikoprämien massiv erhöht haben. Einmal mehr müssen wir – nicht nur in der Schweiz – feststellen, dass der Mechanismus der Kreditversorgung zu prozyklischen Effekten neigt. Aber diese Feststellung ändert nichts am Befund, dass sich die Finanzierungsbedingungen für den realen Sektor ohne unseren Beitrag ungünstiger entwickelt hätten.

Die Perspektiven für die Konjunkturerwicklung in der Schweiz sind geprägt durch vielfältige Unsicherheiten. Eines ist indessen klar: in unserem Land kann es einen nennenswerten Aufschwung nur geben, wenn sich die Weltwirtschaft in den nächsten Quartalen zu erholen vermag. Anders lautende Hoffnungen sind angesichts der Kleinheit und Offenheit unserer Volkswirtschaft unrealistisch.

Im Einzelnen scheint es plausibel, für die konjunkturellen Perspektiven der Schweiz drei eher belastende und drei eher günstige Gesichtspunkte zu unterscheiden.

Als belastender Faktor könnte sich die bedeutende Stellung der Finanzindustrie erweisen. Sie fällt mit einem Wertschöpfungsanteil von deutlich über 10% sehr stark ins Gewicht. Wenn es zutrifft, dass in diesem Bereich nach dem Boom der späten 90er Jahre dauerhaft Kapazitäten freigesetzt werden müssen, fällt dies makroökonomisch negativ ins Gewicht.

Gerade in Ihrem Kreise will ich nicht verschweigen, dass uns die unbefriedigende wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland besondere Sorgen macht. Wenn die Prognostiker Recht bekommen und Deutschland auch im laufenden Jahr wachstumsmässig nicht mehr als eine schwarze Null schafft, so wird sich dies für die Entwicklung in der Schweiz ungünstig auswirken.

Schliesslich möchte ich als dritten Risikofaktor den Wechselkurs nennen. Niemand kann ausschliessen, dass der Franken in einem Umfeld erhöhter Risikoaversion erneut unter Aufwertungsdruck gerät. Konjunkturrell gesehen würde man sich stattdessen eine massvolle Abschwächung sowohl gegenüber dem USD als auch gegenüber dem Euro wünschen. Nachdem wir zinspolitisch über keinen nennenswerten Spielraum mehr verfügen, werden wir nötigenfalls am Devisenmarkt intervenieren, um einer unerwünschten Aufwertung entgegenzutreten. Wir sind uns bewusst, dass ein solches Manöver nicht frei von unerwünschten Nebenwirkungen wäre. Aber es gibt unter erschwerten wirtschaftlichen Bedingungen – genauso wie in der Medizin – Konstellationen, in denen man vernünftigerweise einige Nebenwirkungen in Kauf zu nehmen hat.

Aber es gibt auch positive Aspekte, die sich für die schweizerische Entwicklung günstig auswirken sollten. Unsere Teuerungsraten und die Inflationserwartungen sind rekordtief. Dies wird es der SNB erlauben, den expansiven Kurs noch für einige Zeit beizubehalten. Zweitens hat die Schweizer Wirtschaft gute Chancen, von einer hoffentlich bald einsetzenden Normalisierung der weltweiten Investitionstätigkeit überdurchschnittlich profitieren. Und drittens sollte die vergleichsweise hohe Flexibilität des Arbeits- und des Kapitalmarktes es unserer Wirtschaft erleichtern auf die zu erwartende Beschleunigung der Nachfrage rasch zu reagieren.

Die Perspektiven ergeben insgesamt ein gemischtes Bild. Konjunkturrell überwiegen die Risiken nach unten weiterhin. Für das laufende Jahr ist kaum mit einer nennenswerten Wachstumsbeschleunigung zu rechnen; eine Rückkehr in die Grössenordnung des langfristigen Wachstumspotentials von rund 1.5 Prozent wird frühestens 2004 möglich sein. Trotz dieser gedrückten Perspektiven halten wir die Risiken einer deflationären Entwicklung für äusserst gering. Im Trend der kommenden sechs bis acht Quartale erwarten wir Inflationsraten zwischen einem halben und einem Prozent.