

**Im Fokus der Schweizerischen Nationalbank – Konjunkturausblick und
geldpolitische Einschätzungen**

Philipp M. Hildebrand

Mitglied des Direktoriums

Schweizerische Nationalbank

«Kapitalmarktforum 2005 der WGZ-Bank Luxembourg S.A.»

9. September 2005

Einführung

Ich möchte mich zuerst bei Ihnen und bei Gouverneur Mersch für die herzliche Gastfreundschaft bedanken. Gerne nehme ich die Gelegenheit wahr, hier in Luxemburg über die aktuelle Konjunktur- und Markteinschätzung aus Sicht eines Direktoriumsmitglieds der Schweizerischen Nationalbank zu sprechen.

Lassen Sie mich zum Thema des heutigen Referats kommen. Jede Einschätzung der konjunkturellen Entwicklung in kleinen, offenen Volkswirtschaften wie der Schweiz oder Luxemburg hat meiner Ansicht nach zwingend mit dem internationalen Konjunkturmilieu zu beginnen. Da dies für Sie gleichermassen von Interesse ist, wird sich der erste Teil meiner Ausführungen darauf konzentrieren. Eine kurze Analyse der Situation in der Schweiz wird diese Einschätzung abrunden. Anschliessend möchte ich dann auf einige Risiken eingehen – darunter auch die noch nicht vollständig abschätzbaren Schäden des Hurrikans Katrina – die unseren weiteren Konjunkturverlauf und den geldpolitischen Kurs beeinträchtigen könnten.

Internationale Rahmenbedingungen

Ich werde in meinen heutigen Ausführungen die aktuelle internationale Konjunkturentwicklung durch vier Kernaussagen charakterisieren. Die erste Aussage lautet: **Das Wachstum der Weltwirtschaft ist robust, die Höhe des Wachstums der einzelnen Wirtschaftsblöcke ist jedoch unterschiedlich.**

Für das Jahr 2004 errechnete der Internationale Währungsfonds eine rekordverdächtige Wachstumsrate des weltweiten Outputs von über 5%. Eine solch hohe Wachstumsrate wurde letztmals 1976 erreicht. Mit 4,3% für 2005 und 4,4% für 2006 wird auch weiterhin ein globales Wirtschaftswachstum erwartet, das deutlich über dem langjährigen Durchschnitt von rund 3,5% liegt. Für die entwickelten Länder wird für 2006 mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 2,6% gerechnet.

Die OECD-Frühindikatoren in Grafik 1 zeigen deutlich, dass die Konjunkturzyklen der jeweiligen Länder miteinander korreliert sind. In einer global verflochtenen Welt erstaunt dies nicht. Trotzdem zeigt die Grafik, dass sich nicht alle Länder immer an der gleichen Stelle im Konjunkturzyklus befinden. Seit mehreren Jahren wird die laufende globale Konjunkturentwicklung stark von der Entwicklung in den USA geprägt. Die leichte Wachstumsverlangsamung der amerikanischen Wirtschaft im Frühling dieses Jahres hat dementsprechend auch in Europa und Japan Spuren hinterlassen. Bis zum Hurrikan

Katrina haben dann die seit Juni vorwiegend positiven amerikanischen Konjunkturindikatoren auch hierzulande optimistisch gestimmt.

Obwohl die Wirtschaftsentwicklung international stark korreliert ist, weisen die verschiedenen Wirtschaftsblöcke grosse Unterschiede bei der Höhe des Wachstums auf, wie Sie in Grafik 2 erkennen können. Die Schwellenländer zeugen insgesamt von einer sehr starken Dynamik, was sich in aktuellen Wachstumsraten von über 6% äussert. Diese Dynamik ist im Übrigen nicht nur in den meisten asiatischen Ländern anzutreffen. Auch Südamerika wächst zurzeit durchschnittlich mit mehr als 4%.

Weitaus am meisten beachtet wird aber seit längerem das spektakuläre Wachstum Chinas, welches im Durchschnitt der letzten 20 Jahre 9% pro Jahr erreichte. So wird China immer mehr zu einem wichtigen Wachstumsmotor der Weltwirtschaft: Der Anteil von China am weltweiten, mit Marktpreisen bewerteten Bruttoinlandprodukt beträgt zwar erst 4%, wie Sie in Grafik 3 sehen. Wenn man aber das kaufkraftbereinigte BIP betrachtet, beträgt Chinas BIP-Weltanteil bereits 13%. Dieser Anstieg erfolgt, obwohl Chinas Anteil an der weltweiten Bevölkerung leicht rückläufig ist.

Worauf beruht nun diese starke Dynamik Chinas? Das Wachstum wird in China vor allem durch Investitionen und Exporte getrieben. Die Bruttoinvestitionen machen über 40% der Gesamtproduktion aus, ein doppelt so hoher Anteil wie beispielsweise in Deutschland oder in den USA. So erhielt China in den letzten 10 Jahren einen Drittel aller Direktinvestitionen, die in Schwellenländer flossen. Die ausländischen Direktinvestitionen in China im Jahr 2004 betrugen gesamthaft 60 Milliarden US-Dollar. Dies ist aber nur ein Zehntel dessen, was insgesamt in China investiert wird. Die inländischen Ersparnisse sind damit für den überwiegenden Teil der Bruttoinvestitionen verantwortlich. Der zweite Wachstumsimpuls geht von den Exporten aus. Mit einem mittlerweile auf knapp 6% gestiegenen Anteil an den weltweiten Exporten ist China nun nach Deutschland, den Vereinigten Staaten und Japan die viertgrösste Exportnation.

Nicht minder beeindruckend ist das Wirtschaftswachstum der letzten zweieinhalb Jahre in den USA, wo die Wachstumsrate über das geschätzte Potenzial zu liegen kam. Nach anfänglich starken fiskal- und geldpolitischen Impulsen scheint der Privatsektor nun das Ruder übernommen zu haben. Die Haushaltsausgaben und die Investitionen der Unternehmungen bleiben auf hohem Niveau und die Beschäftigung, die lange Zeit nicht auf den Aufschwung reagierte, wächst nun seit anderthalb Jahren kontinuierlich. Inzwischen ist die Arbeitslosigkeit auf 4.9% gesunken, was eine baldige Schliessung der Outputlücke andeutet.

Kontinentaleuropa hingegen kann bedauerlicherweise mit dem robusten Wachstum der Vereinigten Staaten nicht mithalten. Zwar wies die Eurozone in den letzten vier Jahren nur in zwei Quartalen negative Wachstumsraten auf, es gab aber auch nur ein Quartal mit einem Wachstum von über 2%. Wie Sie wissen, unterscheiden sich die einzelnen Länder der Eurozone dabei stark in ihrer Performance. So wachsen Spanien, Finnland und vor allem Irland und Luxemburg überdurchschnittlich, während sich Deutschland und Italien – abgesehen vom letzten Quartal – am anderen Ende der Rangliste befinden und ihre Gesamtproduktion nur langsam ausweiten respektiv sogar verringern. In diesem Zusammenhang muss beachtet werden, dass die regionalen Wachstumsunterschiede in der Eurozone aber nicht grösser sind als in den Vereinigten Staaten.

In Japan bleibt zu hoffen, dass das Jahr 2003 nach einer langen Phase der Stagnation die Rückkehr auf einen nachhaltigen Wachstumspfad eingeleitet hat. Nach einer leichten Abschwächung im zweiten Halbjahr 2004 stimmt die Entwicklung 2005, insbesondere im 1. Quartal, äusserst zuversichtlich.

Ich komme zu meiner zweiten Kernaussage zum internationalen Konjunkturmilieu: **Die Geldpolitik der wichtigsten Industrieländer trägt den leicht unterschiedlichen Konjunkturzyklen zwar Rechnung, bleibt aber in praktisch allen Fällen grundsätzlich expansiv.**

In den Vereinigten Staaten hat die amerikanische Zentralbank nach einer langen Phase stark expansiver Geldpolitik im Juli 2004 angefangen, die Zinsen in moderaten Schritten zu erhöhen. Seitdem ist die Federal Funds Target Rate um 250 Basispunkte auf 3,5% angestiegen. Die kurzfristigen Realzinsen, die in Grafik 4 abgebildet sind, bleiben jedoch mit 1,5% weiterhin verhältnismässig tief.

In der Eurozone verharren die Leitzinsen seit Juni 2003 auf 2%, was für die letzten dreieinhalb Jahre einem Realzins von unter 1% entspricht. Für die gesamte Eurozone kann die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank somit nicht als restriktiv gelten, wobei nicht auszuschliessen ist, dass dies für einzelne Länder zeitweise zutreffen mag.

Auch in Japan wurde die Geldpolitik massiv gelockert. Die Zinsen sind seit September 2001 auf beinahe 0% zurückgegangen, die Realzinsen bleiben hingegen immer noch leicht positiv, da sich Japan seit 1999 mit sinkenden Preisen konfrontiert sieht. Da weitere Zinsschritte nicht mehr möglich waren, beschloss die japanische Zentralbank, zusätzliche monetäre Impulse durch so genanntes «quantitative easing» zu vermitteln.

Die global expansive Geldpolitik bringt mich zur dritten Kernaussage zum internationalen Konjunkturmilieu: **Trotz allgemein expansiver Geldpolitik ist die Inflation moderat geblieben und die Inflationserwartungen verharren auf tiefem Niveau.**

Auch wenn die Inflation – getrieben durch stark steigende Ölpreise – in den letzten Monaten angestiegen ist, bleiben die Kerninflationen weitgehend stabil. Wie Sie aus der Grafik 5 ersehen können, betragen diese rund 2% in den USA, 1,5% in der Eurozone und -0,5% in Japan. Die Finanzmärkte gehen davon aus, dass die Inflation zwar weiter ansteigen könnte, der Anstieg aber nur vorübergehender Natur sein wird. Gemäss den Renditen inflationsgeschützter Anleihen wird in den Vereinigten Staaten für die nächsten neun Jahre eine durchschnittliche Inflation von weniger als 2,5% erwartet. Die gleichen Berechnungen für Europa ergeben sogar tiefere Inflationswerte von rund 2%.

Die weltweit anhaltend tiefe Inflation ist angesichts des markanten Anstiegs der Rohstoffpreise bemerkenswert. Seit Anfang 2003 hat sich der Ölpreis in US-Dollar mehr als verdoppelt. Während ein Fass Rohöl im Januar 2003 knapp über 30 US Dollar kostete, bewegt sich der Ölpreis momentan auf deutlich über 65 US Dollar. Seit Oktober 2004 deuten zudem die langfristigen Terminkontrakte auf ein auch in Zukunft hohes Ölpreisniveau. Im Gegensatz zu den Ölschocks der 70er und 80er Jahre haben dabei aber die Kerninflationen der grossen Wirtschaftsräume kaum reagiert.

Dies liegt einerseits daran, dass im Gegensatz zu früheren Ölschocks die aktuelle Rohstoffpreisdynamik bisher primär nachfragegetrieben war. Der Preisanstieg resultiert aus gesunkenen Überkapazitäten in einem Umfeld höherer Nachfrage, wobei die starke Nachfrage von China und zunehmend auch Indien besonders ins Gewicht fällt. Zudem hat sich der Energiekonsum je BIP-Einheit seit den 70er Jahren massiv vermindert, was die Tragweite der möglichen Auswirkungen eines Ölpreisanstiegs begrenzt. Hinzu kommt, dass es aufgrund des sich rasant ausbreitenden globalen Wettbewerbs für die Produzenten viel schwieriger geworden ist, einen Anstieg der Inputpreise auf den Verkaufspreis eines Produkts zu überwälzen. Die Exporte von China zum Beispiel haben einen dämpfenden Einfluss auf die Preise von Konsumgütern in den jeweiligen Absatzmärkten. Ein weiterer Faktor ist die Tatsache, dass die Ölpreiserhöhungen in den Lokalwährungen vieler Länder dank der lang anhaltenden Abwertung des US-Dollar wesentlich geringer ausgefallen sind.

Ebenso muss festgehalten werden, dass der Ölpreisanstieg bis anhin keine Zweitrundeneffekte ausgelöst hat. Dies mag daran liegen, dass die Erhöhung der Erdölpreise lange Zeit als temporäres Phänomen betrachtet wurde. Aber auch strukturelle

Gründe können zur Erklärung herangezogen werden. So bleiben dank der erhöhten Glaubwürdigkeit der Zentralbanken die langfristigen Inflationserwartungen moderat, was verhindert, dass eine Preisspirale ausgelöst wird. Zudem waren die Lohnforderungen in letzter Zeit stets bescheiden. Dies hängt auch damit zusammen, dass sich die Funktionsweise der Arbeitsmärkte verändert hat. So werden die Lohnerhöhungen oft nicht mehr wie früher auf gesamtwirtschaftlicher Ebene verhandelt, sondern vielmehr dezentral, auf Basis der jeweiligen Produktivitätssteigerungen und Unternehmensergebnisse. In Europa wird ausserdem die Verhandlungsposition der Arbeitnehmer durch die anhaltende Arbeitslosigkeit geschwächt. Zwar sind die Lohnstückkosten in den USA jüngst angestiegen, dies muss jedoch nicht unbedingt als Lohninflation interpretiert werden, sondern widerspiegelt eher die höheren erfolgsabhängigen Entschädigungen für die Mitarbeiter. Diese variablen Lohnbestandteile können relativ flexibel angepasst werden und werden somit nicht als potenzielle Gefahr für die Preisstabilität wahrgenommen.

Somit komme ich zur vierten und letzten Kernaussage zur internationalen Konjunkturentwicklung: **In den letzten Jahren scheint die konjunkturelle Performance der OECD-Länder stark mit der Performance des Immobilienmarktes korreliert gewesen zu sein.**

Sie sehen diesen Zusammenhang in Grafik 6. In jenen Ländern, die ein stärkeres Wirtschaftswachstum aufwiesen, sind die Immobilienpreise tendenziell kräftiger angestiegen. Grundsätzlich ist diese hohe Korrelation nicht erstaunlich, denn der Zusammenhang zwischen Wirtschaftswachstum und Immobilienpreisen ist nicht neu. Ein starkes Wirtschaftswachstum fördert die Nachfrage nach Immobilien und führt damit zu tendenziell steigenden Immobilienpreisen. Diese Kausalität des Effekts bestätigt sich auch im Timing des so genannt «konventionellen» Zyklus der Immobilienpreise, welcher dem Konjunkturzyklus mit einer kleinen Verzögerung nachfolgt.

Die Kausalität zwischen Konjunkturzyklus und Immobilienpreisen scheint aber in den letzten Jahren nicht mehr nur in die erwähnte, sondern auch in die umgekehrte Richtung zu gehen. Die Immobilienanlagen stellen einen wesentlichen Teil des Haushaltsvermögens dar. Wenn nun die Haushalte über Finanzinstrumente verfügen, die ihnen erlauben, einen Wertzuwachs ihrer Immobilien in liquide Mittel umzuwandeln, kann ein Vermögenseffekt den privaten Konsum fördern.

Dies ist umso eher der Fall, wenn der Anteil an Hausbesitzern hoch ist, die Kosten des Wechsels zu einer neuen Hypothek tief sind und wenn die Wertsteigerung von den Besitzern als dauerhaft betrachtet wird. Studien haben gezeigt, dass dieser so genannte

Vermögenskanal in den angelsächsischen Ländern Australien, Kanada, Grossbritannien, den Vereinigten Staaten sowie in den Niederlanden besonders ausgeprägt ist. Der Vermögenseffekt kann selbstverständlich auch in die andere Richtung wirken. Ein Rückgang der Immobilienpreise stellt dann eine potenzielle Gefahr für die Entwicklung des privaten Konsums und möglicherweise des gesamten Wirtschaftswachstums dar.

Die Immobilienpreise werden zudem von der Entwicklung der langfristigen Zinsen beeinflusst. Diesbezüglich können Sie auf der rechten Seite der Grafik 6 eine stark positive Korrelation zwischen dem Rückgang der langfristigen Zinsen seit 1995 und dem Anstieg der Immobilienpreise feststellen. So dürfte die starke Erhöhung der Immobilienpreise in den früheren Hochzinsländern der Eurozone nicht zuletzt durch die starke Abnahme der Zinsen in diesen Ländern begründet sein. Letztlich kann das Niveau der langen Zinssätze nicht ohne Blick auf die für die kurzen Zinsen massgebende Geldpolitik interpretiert werden. In diesem Sinne hat eine seit langem expansive globale Geldpolitik zweifelsohne auch ihren Beitrag an die stark gestiegenen Immobilienmärkte geleistet.

Konjunktur in der Schweiz

Nach diesem Rundgang durch die internationale Konjunkturentwicklung werde ich nun kurz auf die Entwicklung in der Schweiz eingehen.

Wir gehen davon aus, dass die Abschwächung der Schweizer Konjunktur im letzten Winter vorübergehender Natur war. Wenn man den konjunkturellen Frühindikatoren in Grafik 7 Glauben schenkt, so sind die Bedingungen für die Rückkehr zu einem moderaten Aufschwung günstig. Für das ganze Jahr 2005 rechnen wir mit einer Zunahme des Bruttoinlandprodukts in der Grössenordnung von 1%. Die neusten Wirtschaftsdaten stimmen in dieser Hinsicht zuversichtlich.

Wie sieht die Entwicklung auf der Ebene der einzelnen BIP-Komponenten aus? Der private Konsum wächst seit Mitte 2004 eher zurückhaltend. Der hohe Ölpreis und die Stagnation der verfügbaren Einkommen drücken auf die Konsumentenstimmung. Anders sieht dies bei den Privatinvestitionen aus, wo sich besonders die Bauinvestitionen positiv entwickeln. Die vermehrte Bautätigkeit widerspiegelt sich auch in der Zunahme der Hypotheken an die privaten Haushalte, welche seit 2003 mit einer Rate von über 5% pro Jahr wachsen.

Bei den Ausrüstungsinvestitionen deuten die Indikatoren nach einer Phase der Stagnation nun auf ein robustes Wachstum hin. Die Importe von Investitionsgütern stiegen in den letzten Monaten stark an und auch der inländische Auftragseingang in der Investitionsgüterindustrie hat wieder deutlich zugenommen. Besonders erfreulich entwickelte sich der Aussenhandel, wo die realen Warenexporte stark angestiegen sind.

Leider hat die moderate Wirtschaftsdynamik keine Verbesserung der Beschäftigungssituation gebracht. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote verharrt seit zehn Monaten unverändert bei 3,8% und es wird in diesem Jahr nicht mehr mit einem signifikanten Rückgang gerechnet.

Die Jahreststeuerung liegt bei 1% und bewegt sich somit innerhalb der Bandbreite, die wir mit Preisstabilität in Verbindung bringen. Wie Sie in Grafik 8 erkennen können, kam es im Bereich der importierten Konsumgüter aufgrund des Erdölpreisanstiegs zu starken Preissteigerungen. Da aber die inländischen Konsumgüter und die Kerninflation weiterhin auf einen schwachen Trend im allgemeinen Preisniveau hinweisen, rechnen wir nicht damit, dass dieser Erdölpreisanstieg in naher Zukunft Zweitrundeneffekte auslösen wird.

Wie diese kleine konjunkturelle Tour de Suisse zeigt, gehen die Impulse beim heutigen Konjunkturverlauf eher von den Investitionen und Exporten aus. Diesbezüglich haben die insgesamt expansiven geldpolitischen Rahmenbedingungen eine wichtige Rolle gespielt. Die Exportfirmen konnten in letzter Zeit von einem gesamthaft günstigen Währungsumfeld profitieren. Wie Sie aus Grafik 9 ersehen können, haben sich die Schwankungen des realen Wechselkurses seit 1997 vermindert. Der heutige Kurs liegt in der Nähe des Durchschnitts über diese Periode.

Unser Leitzinssatz, der 3M-Libor, liegt nun seit einem Jahr auf einem Niveau von 0.75%. Wie Sie in Grafik 10 erkennen können, haben wir also den im Juni 2004 eingeleiteten geldpolitischen Normalisierungsprozess mit Blick auf die schwache Konjunktur unterbrochen. Wir konnten uns einen solchen Unterbruch angesichts der moderaten Inflationsaussichten bis anhin leisten, auch wenn nicht auszuschliessen ist, dass eine lange andauernde Tiefzinspolitik zu gewissen Verzerrungen im Immobilienmarkt und möglicherweise auch in anderen Märkten führen könnte, die wiederum ein gewisses langfristiges Inflationspotential in sich bergen können.

Wir gehen also nicht davon aus, dass das gegenwärtige Zinsniveau einem nachhaltigen Gleichgewicht entspricht. Wir haben deshalb in den letzten Monaten verschiedentlich darauf hingewiesen, dass im Falle einer nachhaltigen Verbesserung der

Wirtschaftsaussichten eine Fortsetzung des geldpolitischen Normalisierungsprozesses notwendig sein wird.

Risikofaktoren

Diese Einschätzung der aktuellen Lage zeigt, dass die konjunkturellen Aussichten sowohl für die Weltwirtschaft wie auch für die Schweiz grundsätzlich positiv geprägt sind. Nun, meine Damen und Herren, die Geldpolitik muss in einem Umfeld permanenter Unsicherheit formuliert und umgesetzt werden. Deswegen ist es geradezu die Pflicht jeder Notenbank, ihr Basisszenario einer permanenten Risikoanalyse zu unterwerfen. In diesem Sinne möchte ich nun abschliessend einige Gedanken zu den Risikofaktoren Ölpreis, Wechselkurs und langfristige Zinsen äussern.

Hohe und steigende Ölpreise

Grafik 11 zeigt, dass sich die Ölpreisnotierungen auf Rekordniveau bewegen. In US-Dollar ist der Ölpreis seit Anfang Januar um rund 60% gestiegen. Zudem muss beachtet werden, dass der aktuelle Ölpreis sich real mittlerweile auf 2/3 des Höchststandes von 1980 befindet, sowohl in Schweizerfranken, als auch in US-Dollar. Ich habe bereits erwähnt, dass es sich beim jüngsten Preisanstieg bis anhin in erster Linie um eine Dynamik handelte, die von global stark zunehmender Nachfrage geprägt war und somit zwar auf Konsum und Investitionen negativ wirkte, den globalen Aufschwung aber unmittelbar kaum gefährdete.

Da in der kurzen Frist kaum massiv höhere Kapazitäten zur Verfügung stehen werden, kann man davon ausgehen, dass der Ölpreis auch weiterhin auf einem im Vergleich zu vergangenen Jahren hohen Niveau verharren wird, solange das globale Wirtschaftswachstum robust bleibt. Dies ist das Umfeld, in dem der Markt sich seit längerer Zeit befindet. Immer wieder wurde dabei von verschiedenen Beobachtern darauf hingewiesen, dass ein zusätzlicher Angebotsschock in einem Umfeld starker globaler Nachfrage ein besonderes Risiko darstellt.

Nun, meine Damen und Herren, wir alle haben die dramatischen Folgen von Hurrikan Katrina in und um New Orleans verfolgt. Abgesehen von den tragischen menschlichen und sozialen Konsequenzen der Überflutungen ist nicht gänzlich auszuschliessen, dass die Folgen von Katrina einem Angebotschock auf einem bereits angespannten Ölmarkt gleichkommen. New Orleans stellt nicht nur den fünft meist frequentierten Hafen der Welt,

die Gegend um New Orleans verfügt auch über einen beträchtlichen Anteil der US-amerikanischen Raffineriekapazitäten. Die Folgen könnten unter Umständen beträchtlich sein. Erste Meldungen von historischen Schadenmeldungen für Versicherungsgesellschaften, massive Preiserhöhungen auf den Tankerrouten in die USA sowie rasant steigende Benzinpreise sind durchaus ernstzunehmende Indikatoren. Wegen des Sturms scheinen momentan zahlreiche Raffinerien ausser Betrieb zu sein, was einem beträchtlichen Verlust an Raffineriekapazitäten entspricht. Beispielsweise sind die Grosshandelspreise für Benzin in der Woche nach dem Hurrikan um 30% angestiegen. Allerdings hat sich die Marktlage insgesamt in den letzten Tagen wieder etwas entspannt.

Aus geldpolitischer Sicht wäre es eine besondere Herausforderung, wenn die Folgen von Katrina einerseits die globale Wirtschaftsdynamik abschwächen und gleichzeitig einen Anstieg der Kerninflationen herbeiführen sollten. Dies gilt es zu vermeiden. Denn nur solange die aktuellen moderaten langfristigen Inflationserwartungen verankert bleiben, kann die Geldpolitik im Falle einer plötzlichen Wachstumsschwäche geldpolitischen Spielraum bewahren.

Im Moment ist es sicherlich zu früh, ein abschliessendes Urteil über die wirtschaftlichen Konsequenzen von Katrina zu fällen. In den vergangenen Jahren hat sich die amerikanische Wirtschaft in Krisenfällen immer wieder als äusserst widerstandsfähig erwiesen. Zudem herrscht im Moment noch Unklarheit darüber, inwiefern die Überflutungen die amerikanischen Raffineriekapazitäten nachhaltig tangiert haben. Aus Schweizer Sicht ist die moderat positive Wirtschaftsentwicklung gegenüber weiter steigenden Ölpreisen zweifelsohne verwundbar. Gleichzeitig liegt die Kerninflation in der Schweiz glücklicherweise auf einem tiefen Niveau. Somit verfügen wir in der Schweiz über einen gewissen Spielraum gegenüber der Gefahr von allfälligen kostentreibenden Effekten einer angebotsgetriebenen Anspannung im Ölmarkt.

Wechselkurs und langfristige Zinsen

Der US-Dollar hatte sich über längere Zeit abgewertet, er hat jedoch seit Jahresbeginn gegenüber dem Euro und dem Franken je rund 8% an Wert gewonnen und gegenüber dem Yen rund 7%. Im Devisenmarkt wirken seit einiger Zeit strukturelle und zyklische Faktoren einander entgegen. Auf der einen Seite belastet das amerikanische Leistungsbilanzdefizit den Dollar, auf der anderen Seite verleihen positive Wachstumsaussichten in den USA und steigende kurzfristige Zinsen dem Dollar Auftrieb.

Die hohe Nachfrage nach US-Wertpapieren im Jahr 2004 wurde durch die Zentralbanken von Japan und China dominiert. Diese Käufe blieben zwar im ersten Halbjahr 2005 bedeutsam, aber auch private Anleger ausserhalb der Vereinigten Staaten kauften vermehrt US-Wertpapiere. In Bezug auf die Nachfrage asiatischer Zentralbanken nach US-Wertpapieren ist der Beschluss Chinas vom 21. Juli 2005 relevant, auf die feste Bindung des Yuan an die amerikanische Währung zu verzichten und eine zweiprozentige Aufwertung vorzunehmen.

Der Kurs des Yuan soll sich in Zukunft an einem Währungskorb orientieren, dessen Zusammensetzung der Struktur des chinesischen Aussenhandels Rechnung trägt. Bezüglich des weiteren Vorgehens der chinesischen Behörden bleibt aber noch vieles unklar. Der Beschluss kann entweder als erster Schritt in Richtung einer weitergehenden Flexibilisierung des Wechselkurses interpretiert werden, oder als Massnahme, dem internationalen Druck entgegenzuwirken, der in Form von angedrohten Strafzöllen insbesondere aus den USA kam.

Auf den ersten Blick spricht der Status quo seit der Ankündigung eher für die zweite Interpretation. Ich glaube aber, dass dieser Status quo vor allem die vorsichtige Haltung der chinesischen Behörden zeigt und dass grundsätzlich eine kontrollierte Flexibilisierung und Aufwertung des Yuan im Interesse Chinas liegt. Mit einer autonomen Geldpolitik könnte insbesondere das Risiko einer Überhitzung der Wirtschaft besser bekämpft werden. Es stellt sich dann natürlich die Frage, ob und wie weitere Massnahmen von China die Gesamtnachfrage nach US-Dollars beeinflussen. Um dies zu beurteilen, sind folgende drei Aspekte relevant.

Erstens wird der US-Dollar aufgrund seiner Rolle im interasiatischen Handel de facto bei weitem die wichtigste Währung im Währungskorb sein. Zweitens müssen Zusammensetzung von Währungsreserven und Währungskorb nicht unbedingt übereinstimmen. Drittens bleibt zu beachten, dass mit einer weiteren Aufwertung des Yuan der US-Dollar zwar auch gegenüber anderen asiatischen Währungen an Terrain verlieren mag. Gegenüber Euro und Schweizer Franken ist deshalb aber nicht zwingend eine Abwertung zu erwarten. Die grössten Ungleichgewichte im amerikanischen Handelsbilanzdefizit bestehen nämlich gegenüber denjenigen Ländern, deren Währungen seit dem Jahr 2000 am wenigsten gegenüber dem US-Dollar aufgewertet haben. Sie sehen dies in Grafik 12. In diesem Sinne besteht vor allem bei den asiatischen Währungen ein Anpassungsbedarf. Nichtsdestotrotz würde eine zusätzliche deutliche Abwertung des US-Dollar auch für Europa und die Schweiz ein gewisses Risiko darstellen.

Ein weiteres Risiko sehe ich in einer allfälligen plötzlichen Korrektur der langfristigen Zinsen, welche unter Umständen auch zusammen mit einer weiteren Dollarschwäche eintreten könnte. Wie Sie in Grafik 13 ersehen können, sind die langfristigen Zinsen im historischen Vergleich momentan ausserordentlich tief. Auch die langfristigen Realzinsen, welche sich in den USA um 2% und in Europa zwischen 1% und 2% befinden, sind auf tiefem Niveau. Konjunkturbedenken, ein Überschuss an globaler Liquidität und hohe Sparquoten, insbesondere auch in Entwicklungsländern, sind traditionelle Erklärungsansätze für das tiefe globale Zinsniveau. Ich will an dieser Stelle nicht auf die verschiedenen Erklärungsansätze eingehen, sondern lediglich hervorheben, dass das Zinsrisiko nicht zuletzt im Zusammenhang mit der bereits besprochenen Rolle des Immobilienmarkts im aktuellen amerikanischen Wirtschaftsumfeld gesehen werden muss.

Schluss

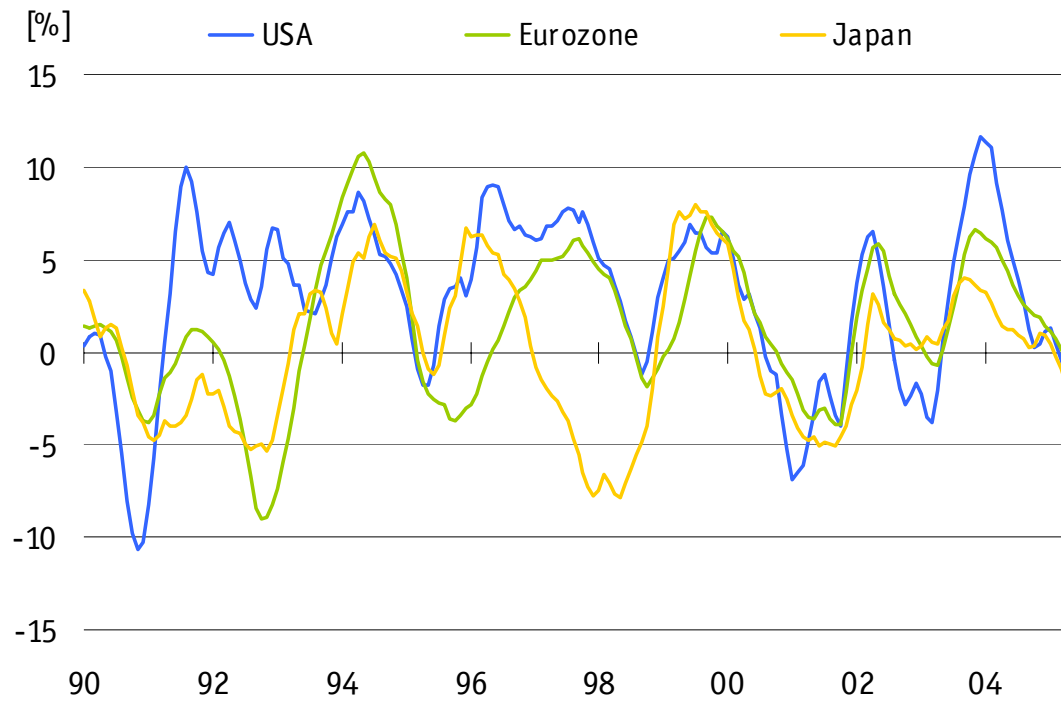
Zusammengefasst, meine Damen und Herren, ergibt sich das Bild einer robust wachsenden Weltwirtschaft, in welcher trotz unterschiedlichem Wachstum der einzelnen Länder die jeweiligen Konjunkturzyklen immer stärker korreliert sind. Die Inflation und die Inflationserwartungen sind dank Globalisierung und glaubwürdiger Geldpolitik der Zentralbanken bis anhin auch bei tiefem globalem Zinsniveau gut verankert.

Trotzdem gilt es, die Risiken nicht aus den Augen zu verlieren. Hier stehen die hohen und steigenden Ölpreise im Vordergrund. Die möglichen Konsequenzen von Hurrikan Katrina haben in den letzten Tagen für zusätzliche Unsicherheit gesorgt. Permanent steigende Ölpreise könnten letztlich die Nachfragedynamik in den USA und auch hier in Europa unterminieren. Dazu kommt das Risiko allfälliger weitgehender Angebotsunterbrechungen mit möglichen negativen Auswirkungen auf die Kerninflation. Eine erneute Dollarschwäche sowie ein plötzlicher Zinsanstieg, welcher zusätzliche negative Wirkung über den Immobilienkanal entfalten könnte, stellen weitere Risiken dar.

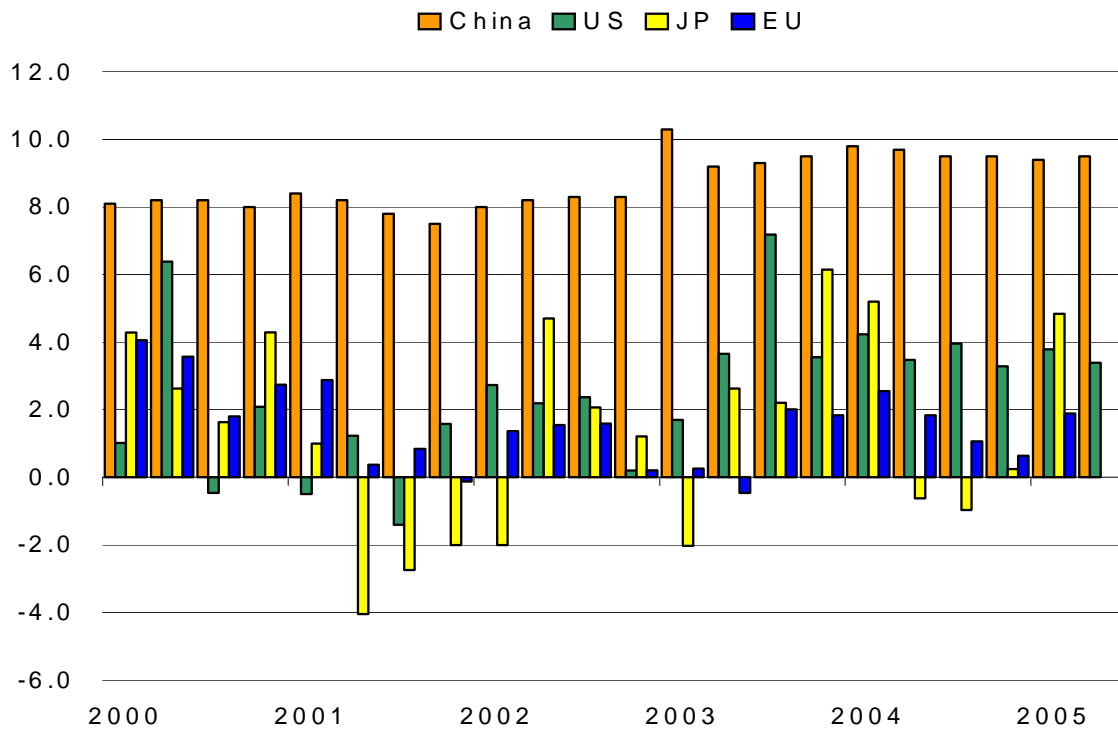
Sie sehen, meine Damen und Herren, die Geldpolitik bleibt von permanenter Unsicherheit geprägt. In einem Umfeld von Unsicherheit gilt es unvoreingenommen und ohne Dogma die Wirtschaftsentwicklung zu begutachten und pragmatisch zu handeln, um auch weiterhin die für die langfristige Wirtschaftsdynamik so zentrale Preisstabilität zu gewährleisten. Dieses Ziel bleibt letztlich der zentrale Fokus der Schweizerischen Nationalbank.

Ich danke Ihnen für Ihre Geduld und Ihre Aufmerksamkeit.

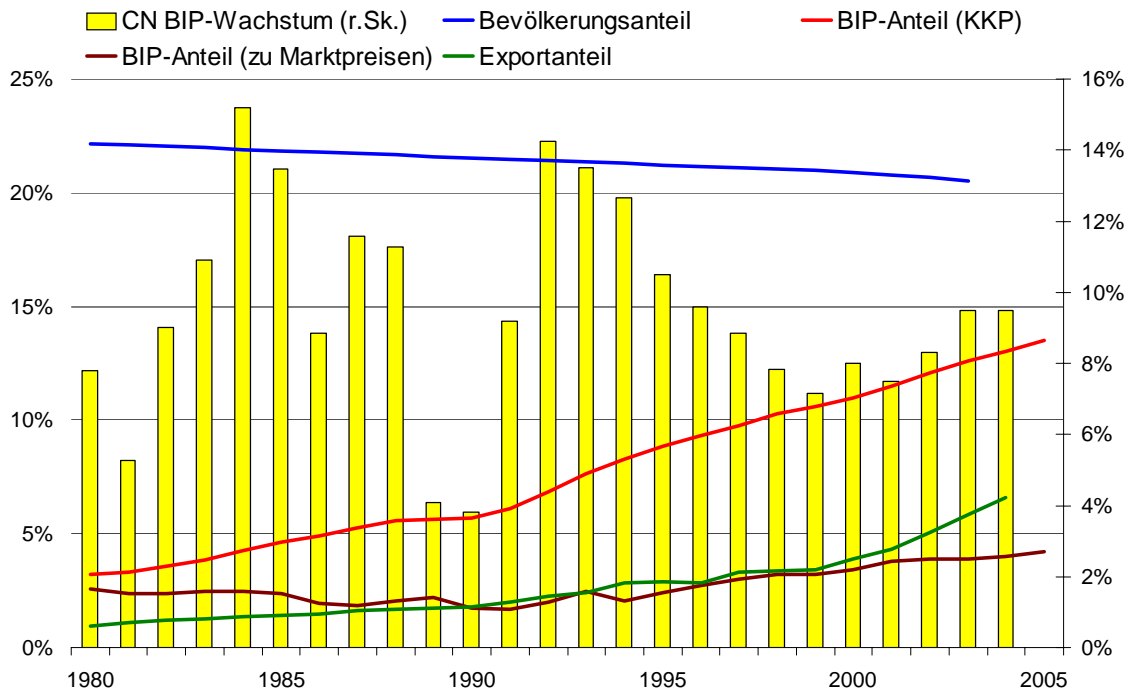
**Grafik 1
OECD-Frühindikatoren**



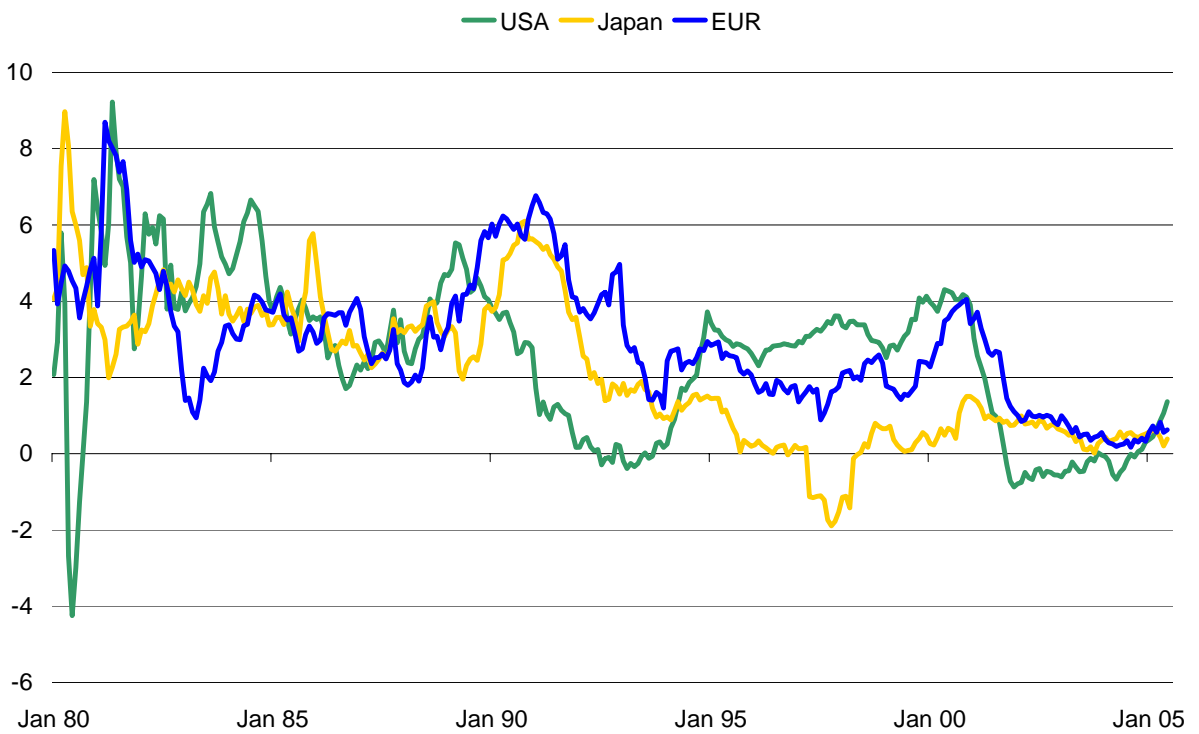
**Grafik 2
BIP-Quartalswachstum**



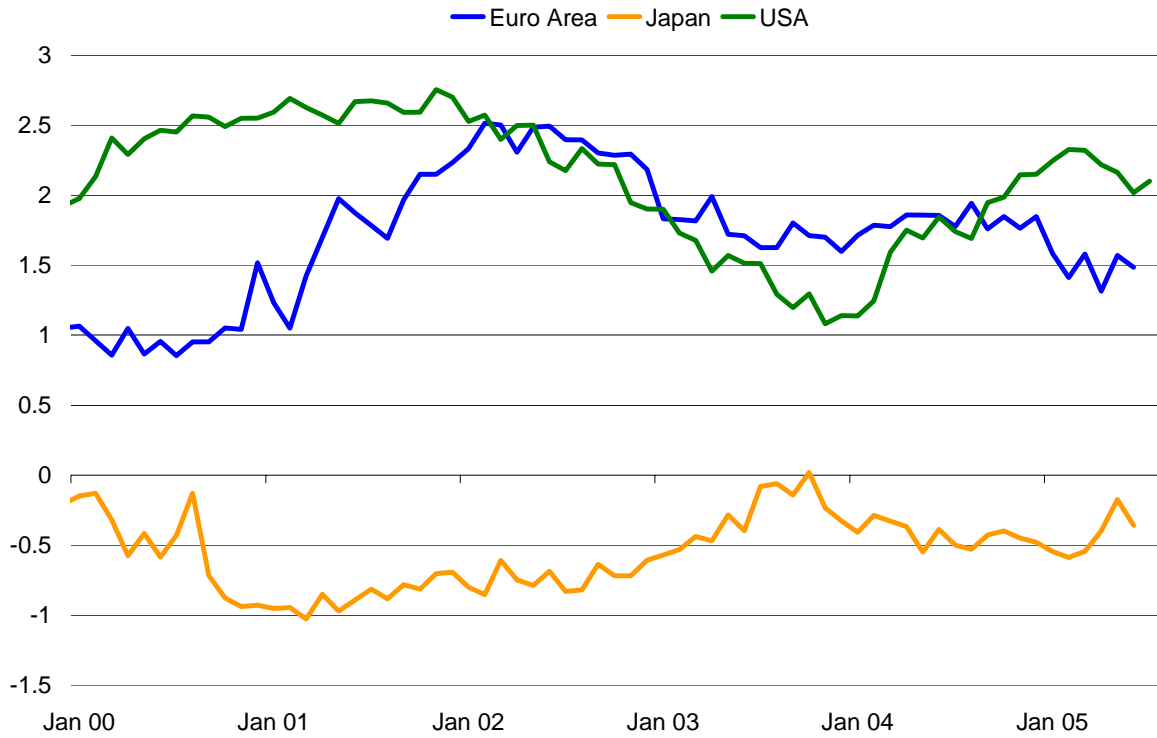
Grafik 3
China : Wirtschaftliche Entwicklung



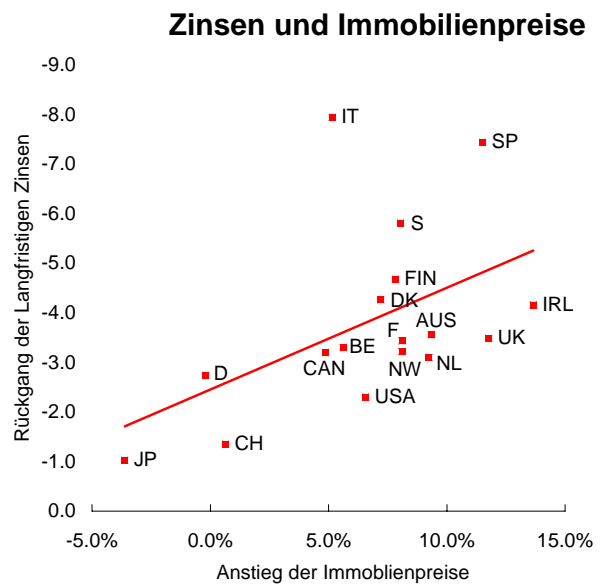
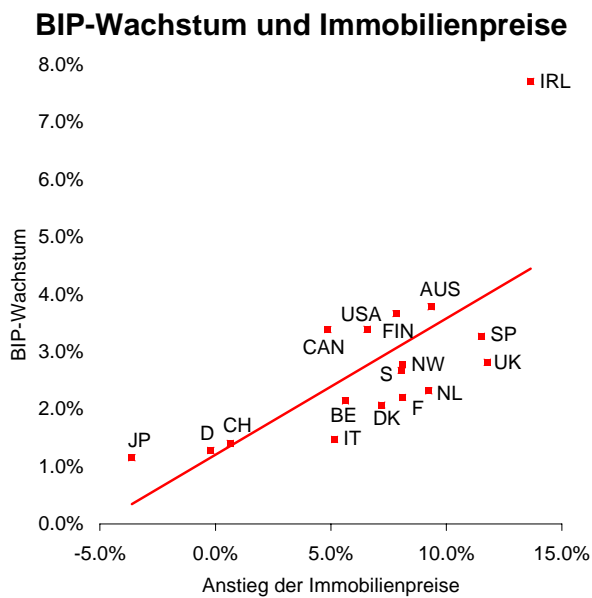
Grafik 4
Kurzfristigen Realzinsen (3M-Satz minus Jahres-Kerninflation)



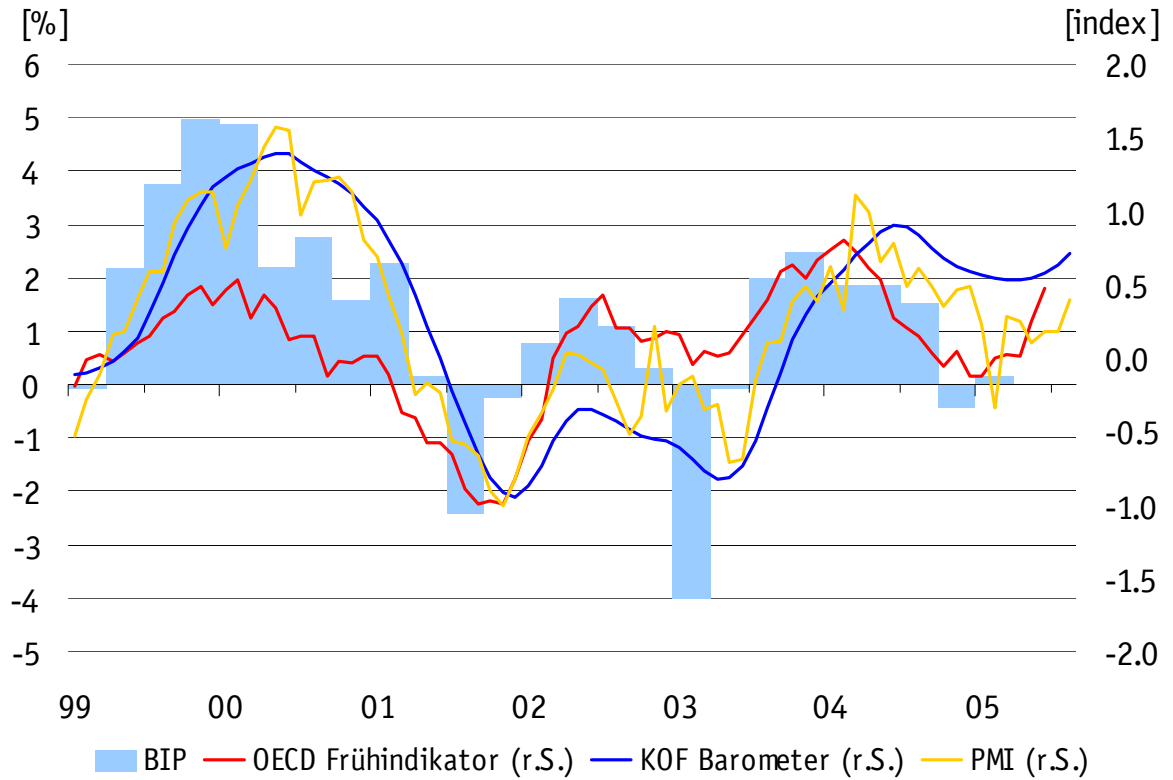
Grafik 5
Entwicklung der Jahres-Kerninflation



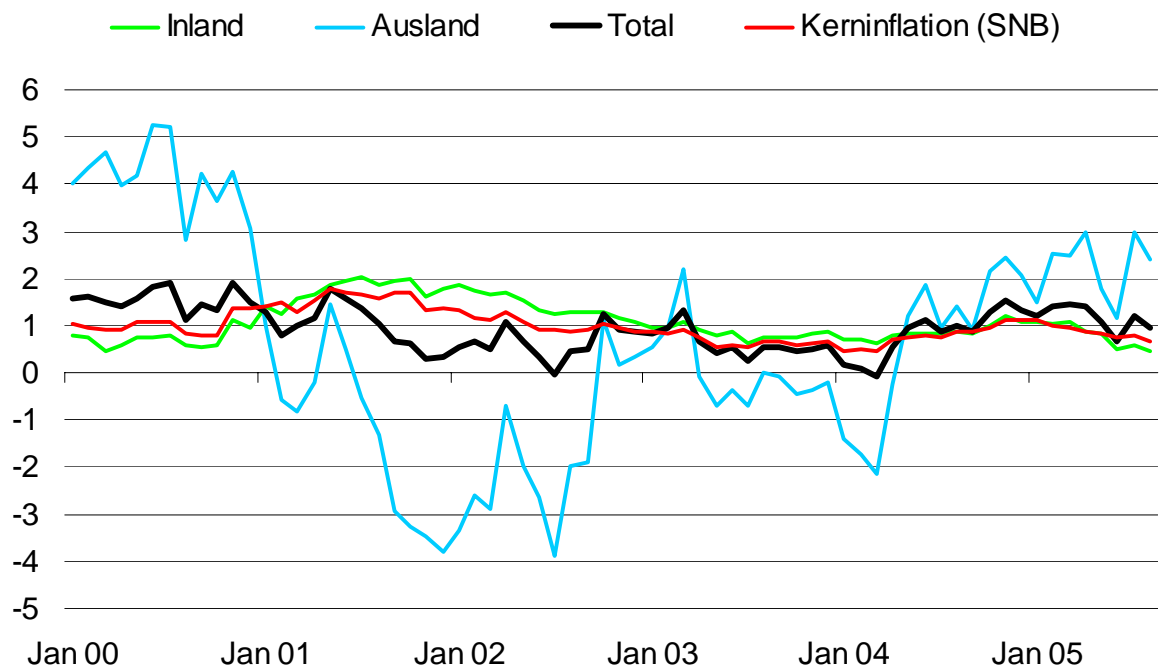
Grafik 6
Zinsen und Immobilienpreise 1996-2004



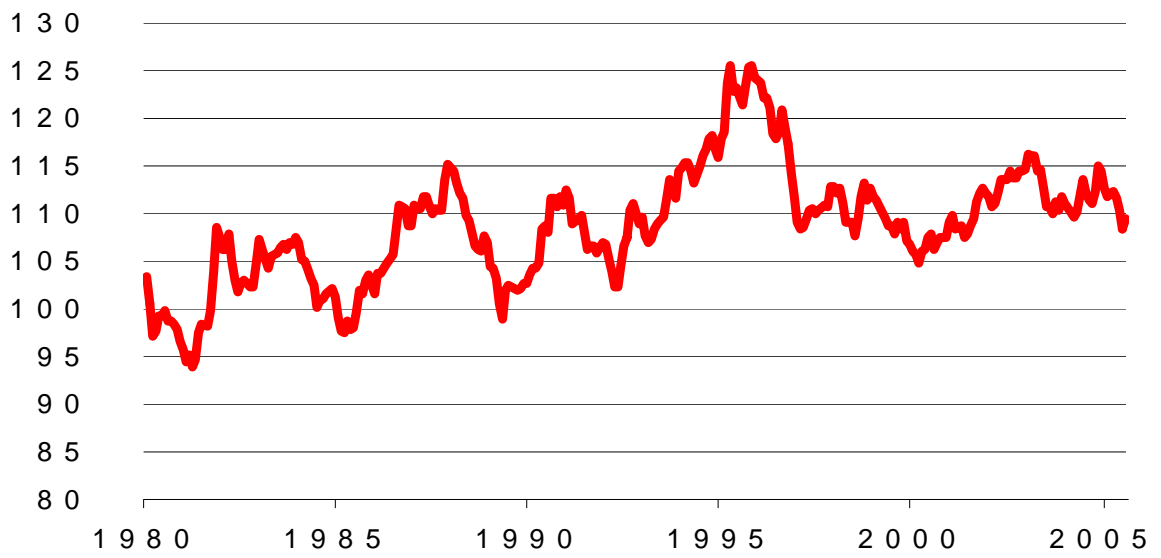
Grafik 7
CH Frühindikatoren vs. BIP-Quartalswachstum



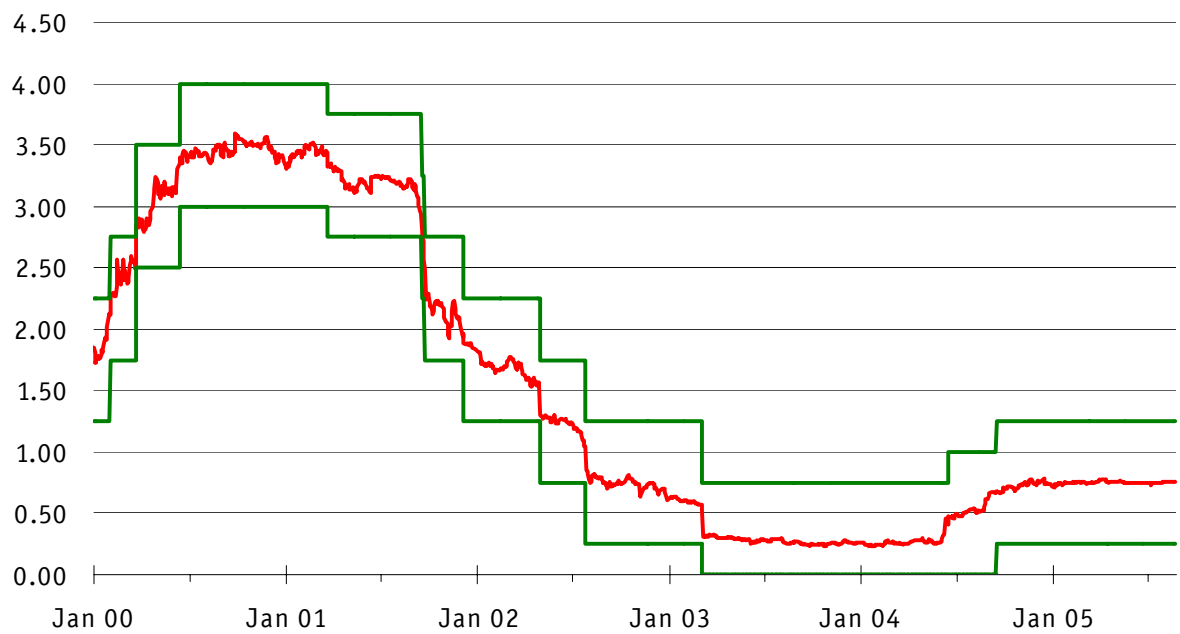
Grafik 8
CH KPI Jahresteuerung



Grafik 9
Realer Franken Wechselkursindex

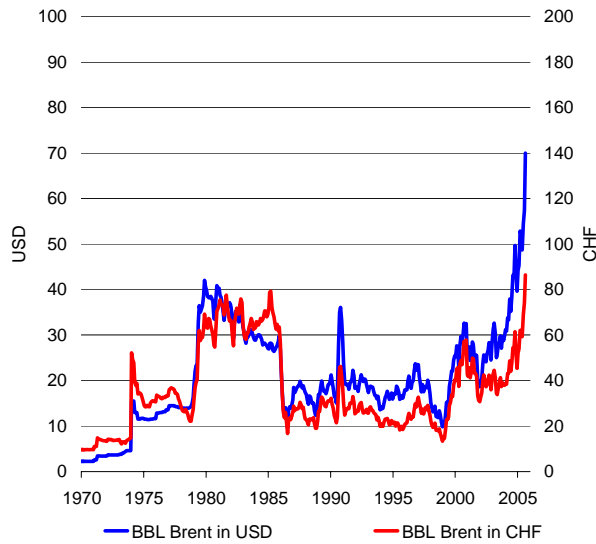


Grafik 10
3M-Libor und Zielband

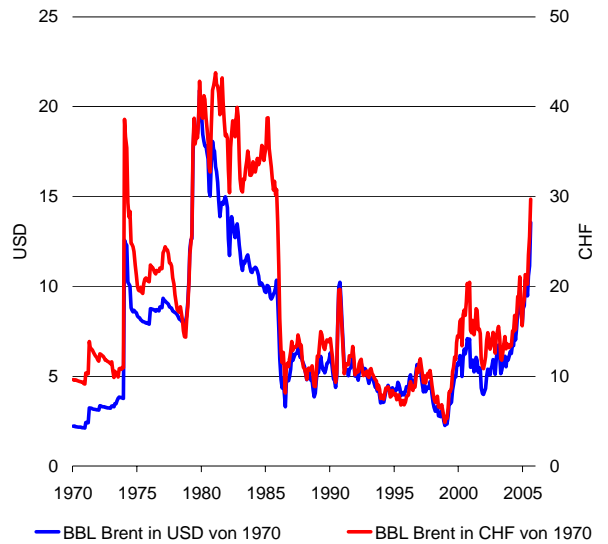


Grafik 11 Ölpreis: langfristige Entwicklung

In USD und CHF, nominal

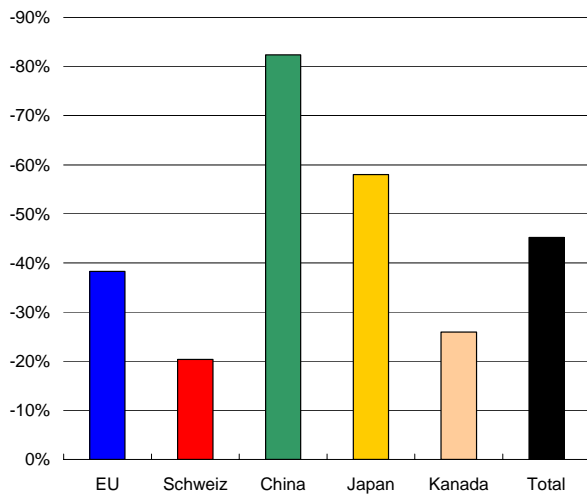


In USD und CHF, real

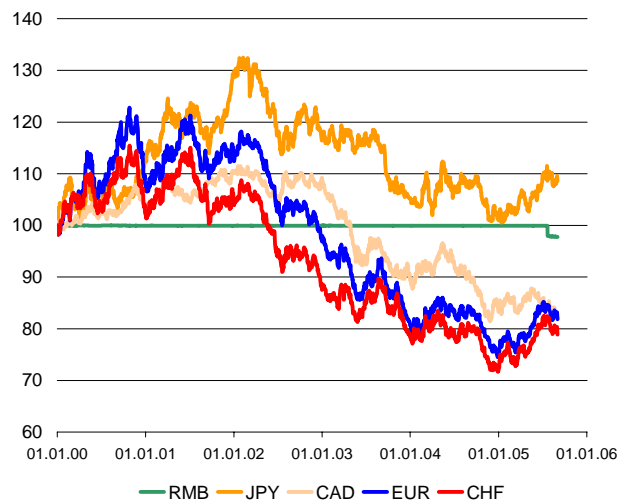


Grafik 12 Aussenhandel USA und Wechselkursbewegungen

US-Defizit im Prozent der US-Einfuhren



USD-Veränderung



Grafik 13
Entwicklung der langfristigen Zinsen

