

# AKTUELLE KONJUNKTURLAGE UND GELDPOLITIK

Prof. Dr. Niklaus Blattner\*

Vizepräsident des Direktoriums  
der Schweizerischen Nationalbank

1. Basler Wirtschaftsgespräch

Hotel Drei Könige, Basel

Freitag, 5. Mai 2006

---

\* Der Verfasser bedankt sich bei Herrn Jonas Stulz, Schweizerische Nationalbank, Zürich, für seine umfangreiche Vorarbeit sowie bei Herrn Thomas Kübler, Delegierter für regionale Wirtschaftskontakte, Schweizerische Nationalbank, Basel, für die ergänzenden Hinweise zur Region Nordwestschweiz.

Sehr geehrte Damen und Herren

Es freut mich sehr, am 1. Basler Wirtschaftsgespräch zu Ihnen sprechen zu dürfen. Das Thema meines Referats lautet „Aktuelle Konjunkturlage und Geldpolitik“. Ich beginne mit einigen Überlegungen zur Entwicklung der schweizerischen Wirtschaft in der jüngeren Vergangenheit. Im zweiten Teil werde ich die konjunkturellen Aussichten aus der Sicht der Schweizerischen Nationalbank darlegen. Zum Schluss werde ich die aktuelle Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank kommentieren.

## **Rückblick auf die Konjunktur 2005**

Gemäss den heute verfügbaren Zahlen der vierteljährlichen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (SECO) entwickelte sich die schweizerische Wirtschaft im Jahre 2005 besser als es zunächst den Anschein gemacht hatte. Nach einer Wachstumsverlangsamung in der zweiten Jahreshälfte 2004 gewann die Konjunktur im Verlauf von 2005 zunehmend an Kraft. Der Eindruck einer weiterhin robusten Dynamik macht sich breit. Unterdessen werden für das gesamte Jahr 2005 Zuwachsraten im Bereich von 2% – in einigen Quartalen sogar deutlich mehr – ausgewiesen. Damit lag das Wachstum des schweizerischen Bruttoinlandproduktes im Jahresdurchschnitt 2005 deutlich über jenem der Eurozone.

Als kleine, offene Volkswirtschaft ist die Schweiz stark vom Wirtschaftsgang im Ausland abhängig. Im vergangenen Jahr entwickelte sich die Wirtschaft jedoch nicht bei allen unseren Handelspartnern gleich stark. Der Aufschwung in den USA setzte sich über weite Strecken fort, mit Wachstumsraten zwischen 3 und 4%. Ausgesprochen dynamisch war die Entwicklung weiterhin in Asien. Dabei profitierte der gesamte asiatische Raum und insbesondere auch Japan von der Fortsetzung des Booms in China. Aus schweizerischer Sicht wenig erfreulich war hingegen die im ersten Halbjahr 2005 zu verzeichnende Wachstumsschwäche in Europa. In Deutschland, Frankreich und Italien wurde die gesamtwirtschaftliche Entwicklung vorab durch die lethargische Binnennachfrage gehemmt.

Die drei grossen europäischen Länder absorbieren für sich allein genommen rund 37% der schweizerischen Warenexporte. Die Tatsache, dass der Aufschwung in der Schweiz im letzten Jahr trotz der schwächelnden Konjunktur im benachbarten Ausland einmal mehr vorwiegend von den Exporten getrieben wurde, führt mich zu einem ersten Kommentar zum Wirtschaftsgeschehen in unserem Land: Die Wettbewerbsfähigkeit der schweizerischen Unternehmen auf den Weltmärkten ist als gut zu beurteilen! Viele Unternehmen bedienen gut differenzierte Exportdestinationen. Dazu kommt die Fähigkeit,

sich flexibel auf die jeweils dynamischen Absatzmärkte auszurichten. Ein Indiz dafür ist, dass der Anteil der oben erwähnten grossen europäischen Länder an den schweizerischen Exporten seit Anfang der 1990er Jahre kontinuierlich abgenommen hat. Dies gilt insbesondere für Deutschland. Auch im vergangenen Jahr war es namentlich die rege Nachfrage aus den USA und Asien, daneben aber auch aus Ländern der europäischen Peripherie, die unsere Ausfuhren stützte.

Meine zweite Bemerkung gilt den Vorteilen einer unabhängigen schweizerischen Geldpolitik. Es liegt auf der Hand, dass die Zinsdifferenz zu Europa bzw. die ausgesprochen attraktiven Refinanzierungsbedingungen der schweizerischen Wirtschaft nützten. Neben den Exporten trug 2005 auch der Bausektor positiv zur wirtschaftlichen Entwicklung bei. Namentlich der Wohnungsbau entwickelte sich, wie schon in den beiden Jahren zuvor, sehr dynamisch.

Ähnliches gilt für den Konsum. Obwohl sich die privaten Haushalte während des gesamten letzten Jahres in Umfragen eher zurückhaltend gaben, wuchsen auch die Konsumausgaben über ihrem langfristigen Trend. Ein Blick auf die einzelnen Ausgabeposten bestätigt, dass dabei durchaus ein Zusammenhang zur florierenden Bauwirtschaft und somit auch zum günstigen Zinsumfeld besteht. Um nur ein Beispiel zu nennen, gaben die Haushalte in letzter Zeit auffallend viel für neue Wohnungseinrichtungen aus.

Meine dritte Feststellung zur jüngeren Entwicklung ist weniger erfreulicher Natur. Sie betrifft das Investitionsverhalten der Firmen. Dieses war im vergangenen Jahr über weite Strecken noch sehr gehemmt: Die Investitionen in Ausrüstungsgüter entwickelten sich auffallend verhalten, und auch am Arbeitsmarkt blieben die Anzeichen einer Erholung bis zum Jahresende praktisch gänzlich aus.

Die Zurückhaltung der Firmen bei Investitionen und Neueinstellungen verdeutlicht, dass der Aufschwung vorab in der ersten Jahreshälfte 2005 noch fragil und mit erheblicher Unsicherheit behaftet war. Die globalen Risikofaktoren – insbesondere die anhaltende Hausse bei den Erdölpreisen – mahnten die Unternehmen zur Vorsicht. Der Grossteil von ihnen zog es deshalb vor, die zunehmende Nachfrage mit einer intensiveren Ausnutzung der vorhandenen Kapazitäten zu bewältigen. Als Folge nahm einerseits die Auslastung der technischen Kapazitäten zu, andererseits stieg die Arbeitsproduktivität stark an.

In diesem Umfeld eines noch fragilen Aufschwungs zog es die Schweizerische Nationalbank zunächst vor, ihren im Juni 2004 eingeleiteten Kurs zur Normalisierung der kurzfri-

stigen Zinsen nach September 2004 zu unterbrechen. Sie nahm den Faden erst im Dezember 2005 wieder auf. Ohne klare positive Signale seitens der Ausrüstungsinvestitionen und des Arbeitsmarktes war der konjunkturelle Aufschwung damals unvollständig und die Inflationsrisiken waren entsprechend gering. Trotz des preistreibenden Einflusses des Erdöls blieb die Inflation auf Stufe der Konsumentenpreise im gesamten Jahr 2005 denn auch sehr moderat. Die Konsumteuerung lag im Jahresdurchschnitt bei 1,2% und somit klar unter der Preisstabilitätsmarke von 2%.

## **Internationale Konjunkturaussichten 2006**

Eine Geldpolitik, die sich lediglich an der vergangenen und aktuellen Konjunktur und Preisentwicklung orientieren würde, wäre eine schlechte Geldpolitik. Geldpolitik wirkt mit Verzögerung. Aus diesem Grund muss jede geldpolitische Behörde nach vorne schauen, d.h., sie muss sich nach der erwarteten wirtschaftlichen Entwicklung ausrichten. Lassen Sie mich deshalb nun zu den aktuellen Aussichten übergehen.

Seit dem Ende 2005 häufen sich sowohl im Aus- wie im Inland die positiven Nachrichten. In den USA gewann die Wirtschaft im ersten Quartal deutlich an Schwung, nach der temporären Abschwächung zum Jahresende 2005. Das amerikanische Fed, d.h. die US-amerikanische Notenbank, begegnete der starken gesamtwirtschaftlichen Nachfrage seit einiger Zeit mit einer sukzessiven Straffung der monetären Rahmenbedingungen: Von Mitte 2004 bis zum jetzigen Zeitpunkt erhöhte es seinen Leitzins in insgesamt 15 Schritten von 1% auf aktuell 4,75%. Die zunehmend restriktivere Politik dürfte zu einem soft-landing der amerikanischen Wirtschaft in den kommenden Quartalen beitragen. Insbesondere gehen wir davon aus, dass der private Konsum in den USA in Zukunft etwas weniger dynamisch sein wird. Dafür sprechen die erwartete Abkühlung bei den Immobilienpreisen und die gelegentlich zu erwartende Zunahme der privaten Spartätigkeit. Risiken für einen eigentlichen Einbruch der Konsumnachfrage sehen wir indes kaum, gegeben die gute Verfassung des Arbeitsmarktes und die damit verbundenen Lohnsteigerungen.

Weiterhin ausserordentlich hoch bleibt die Dynamik im asiatischen Raum. In China gab es bis zuletzt kaum Anzeichen einer Abkühlung. Die Konsumnachfrage der privaten Haushalte wurde dank steigender Haushaltseinkommen zuletzt gar graduell stärker. Glaubt man chinesischen Beobachtern, sollte der Konsum mittelfristig gar zum alleinigen Treiber der konjunkturellen Entwicklung werden. Bei den Investitionen und auch bei den Exporten ist im weiteren Jahresverlauf eher mit einer Wachstumsverlangsamung, wenn auch auf hohem Niveau, zu rechnen. Der chinesische Boom färbt auf die ostasiatischen

Tigerstaaten und vor allem auch auf Japan ab. Die erwartete robuste Nachfrage aus China, aber auch aus den USA, dürfte dazu beitragen, dass sich die japanische Wirtschaft auch in diesem Jahr weiter erholt.

Schliesslich scheint auch die Erholung in Europa zunehmend Fuss zu fassen. Sinnbildlich für die neue konjunkturelle Zuversicht auf dem alten Kontinent steht dabei der Fall Deutschland, neben Italien *das* europäische Sorgenkind der letzten Jahre. In letzter Zeit äussern sich die wirtschaftlichen Akteure in unserem nördlichen Nachbarland zunehmend zuversichtlich. Der ifo-Index zum Beispiel, ein Gradmesser für das Geschäftsklima in Deutschland, erreichte im April den höchsten Stand seit 1991. Auffallend ist, dass der Optimismus in praktisch allen Sektoren zunimmt. Dies lässt Wachstumsraten in der Grössenordnung von 2 bis 2,5% während des gesamten Jahres 2006 als realistisch erscheinen. Sofern auch die Aussichten auf die Fussballweltmeisterschaft im Sommer zur Aufhellung des Bildes in Deutschland beigetragen haben sollten, ist bloss zu hoffen, dass der Optimismus unserer nördlichen Nachbarn nicht enttäuscht wird. Die Einschätzung, dass sich die konjunkturellen Aussichten nicht nur in Deutschland, sondern auch im übrigen Europa zuletzt merklich aufgehellt haben, teilt auch die Europäische Zentralbank. Davon zeugen deren Zinsschritte um jeweils 25 Basispunkte im vergangenen Dezember und März. Zur Erinnerung: Zuvor hatten die europäischen Währungshüter ihren Leitzins während rund zweiundeinhalb Jahren unverändert gelassen.

## **Perspektiven für die schweizerische Konjunktur 2006**

Eingebettet in das freundliche internationale Umfeld gewann auch der wirtschaftliche Aufschwung in der Schweiz an Breite und Tiefe. Die seit Jahresbeginn veröffentlichten Indikatoren stellen der hiesigen Konjunktur mehrheitlich ein sehr gutes Zeugnis aus. Die Aktivität im Industriesektor ist gegenwärtig sehr stark. Die Dynamik bei den Warenexporten nahm im ersten Quartal ebenfalls zu. Insbesondere hatte die robuste Weltkonjunktur eine verstärkte internationale Nachfrage nach Investitionsgütern zur Folge. Davon wiederum profitiert unser Exportsektor erheblich. Im Gesamtjahr 2006 dürften die Exporte erneut ein ansprechendes Wachstum aufweisen.

Ich habe eingangs darauf hingewiesen, dass die wirtschaftliche Erholung im vergangenen Jahr weitgehend exportgetrieben war, während das zögerliche Investitions- und Rekrutierungsverhalten der Unternehmen deren anhaltende Vorsicht ausdrückte. In den letzten Monaten hat nun aber die Zuversicht der Firmen auf breiter Front zugenommen. Vor dem Hintergrund der allgemein guten Umsatzzahlen, der gesunden Firmenbilanzen sowie des

jüngsten Anstiegs der Kapazitätsauslastung erscheint das Investitionsumfeld nunmehr als wesentlich günstiger. Wir gehen deshalb davon aus, dass die Unternehmen in der nahen Zukunft wieder vermehrt in ihren Produktionsapparat investieren werden, und zwar sowohl in technische wie auch in personelle Kapazitäten. Bei den Ausrüstungsinvestitionen besteht nach den äusserst bescheidenen Zuwächsen in den letzten beiden Jahren eindeutig Nachholbedarf. Wir rechnen im laufenden Jahr mit einem markanten Anstieg. Auf dem Arbeitsmarkt zeichnet sich eine allmähliche Erholung bereits seit einigen Monaten ab. Die Indikatoren der Arbeitsnachfrage zeigen tendenziell nach oben; allerdings beschränken sich die positiven Signale noch auf die Industrie und auf den Bau. Im Dienstleistungssektor dagegen stagniert die Beschäftigung, soweit heute erkennbar, weiter. Gesamthaft ging die Zahl der Arbeitslosen, welche während der vergangenen zwei Jahre praktisch keine Regung gezeigt hatte, zwischen Januar und März gleichwohl um rund 6'000 Personen zurück. Im März betrug die Arbeitslosenquote noch 3,5%. Aller Voraussicht nach wird sich die Erholung in den kommenden Monaten fortsetzen. Dies ist insbesondere für die privaten Haushalte ein positives Signal. Entsprechend rechnen wir damit, dass der private Konsum seine Rolle als Konjunkturstütze weiterhin beibehalten wird.

Die Entwicklung in der Region Nordwestschweiz bildet die Tendenzen in der Gesamtwirtschaft auffallend gut ab. Es ist kein Geheimnis, dass der Wirtschaftsraum Nordwestschweiz dank seiner Spezialisierung in wertschöpfungsintensiven Wachstumsbranchen wie Pharma und Medizinaltechnik in den vergangenen Jahren im Vergleich zur gesamten Schweiz überdurchschnittlich gewachsen ist. Diese Tendenz setzte sich auch in den ersten Monaten dieses Jahres fort. Die Life Sciences sind aber nicht der einzige Lichtblick. Eine tragende Rolle spielen auch Exportunternehmen ausserhalb dieses Sektors. Die von unseren Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte besuchten Unternehmen berichteten von anhaltend dynamischen Ausfuhren nach Asien und Nordamerika, aber zunehmend auch nach Westeuropa. Besonders deutlich ist die Verbesserung auch hier bei der Nachfrage aus Deutschland sichtbar, wo sich das Investitionsklima offenbar klar verbessert hat. Das stimuliert die Nachfrage nach Schweizer Halbfabrikaten und Investitionsgütern. In der jüngeren Vergangenheit sprang der Funke von der Exportwirtschaft zudem immer mehr auch auf den Binnensektor über. Die Unternehmensbesuche im ersten Quartal des laufenden Jahres zeigten, dass sich die allgemeine Stimmungslage bei den Unternehmern deutlich aufgehellt hat. Unser Vertreter vor Ort bestätigt damit die Einschätzungen, welche sich in Umfragen von Verbänden oder Banken zeigt: Für das laufende Jahr sind die Perspektiven gut bis sehr gut. Die Auftragsbücher sind meist gefüllt, der Arbeitsvorrat erreicht seit langem nicht mehr erzielte

Höhen. Die Kapazitäten sind überdurchschnittlich ausgelastet, so dass zahlreiche Unternehmer Investitionspläne, die in der Schublade verstaut waren, nun realisieren wollen. Dabei handelt es sich nicht mehr ausschliesslich um Ersatzinvestitionen oder Investitionen zur Prozessoptimierung wie in den vergangenen Monaten und Quartalen. Zunehmend sollen auch die Produktionskapazitäten ausgeweitet werden. Besonders rege Investitionstätigkeit wird aus der Pharmaindustrie, der Textilveredelung, dem Spezialmaschinenbau oder auch der Nahrungsmittelindustrie signalisiert. Die Bereitschaft, den Personalbestand zu erhöhen, hat deutlich zugenommen, was allerdings da und dort bereits wieder zu ersten Knappheitssignalen geführt hat. Spezialisten, sowohl im technischen als auch gewerblichen Umfeld sowie im Dienstleistungsbereich sind gesucht und werden in der Schweiz kaum gefunden. Auch das Konsumklima verbesserte sich in der Nordwestschweiz deutlich. Hoteliers und Restaurateure berichten von einem klaren Stimmungsumschwung. Das Weihnachtsgeschäft sei gut verlaufen, und gleiches gelte für den Jahresauftakt. Logiernächte und Passagierfrequenzen auf dem Euro Airport haben im ersten Quartal deutlich zugelegt. Vieles weist also darauf hin, dass das laufende Jahr der Nordwestschweiz wiederum ein überdurchschnittliches Wachstum bescheren wird.

## **Der geldpolitische Entscheid vom März 2006**

Im ganzen Land ist die gute Konjunktur also zunehmend breit, auf Export- und Binnenwirtschaft, auf Industrie und Dienstleistungen abgestützt. Als Ergebnis der letzten geldpolitischen Lagebeurteilung Mitte März teilte die Schweizerische Nationalbank mit, dass sie für das laufende Jahr mit einem Wachstum des schweizerischen Bruttoinlandproduktes von gut 2% rechnet. Gleichzeitig passte sie ihre Geldpolitik den ansprechenden Konjunkturaussichten an. Sie erhöhte das Zielband für den Dreimonats-Libor um weitere 25 Basispunkte und setzte damit den im Dezember 2005 wieder aufgenommenen Kurs zur Normalisierung der kurzfristigen Zinsen fort. Bis auf weiteres wird der mittlere Bereich des Zielbandes, das heisst ein Zins von 1,25%, angestrebt. Auf diesem Niveau bleibt die Geldpolitik weiterhin expansiv und unterstützt den Aufschwung.

Die Konjunkturbelebung stellt zumindest in der kurzen Frist keine Gefahr für die Preisstabilität dar. Die Teuerung ist derzeit überwiegend erdölbedingt. Im März belief sich die gesamte Konsumteuerung auf 1,0%, unter Ausschluss der Erdölprodukte sogar nur auf 0,4%. Im weiteren Jahresverlauf wird die Inflation voraussichtlich moderat bleiben, womit die Schweiz ihre in dieser Hinsicht im internationalen Vergleich sehr komfortable Lage beibehalten kann. Indes, die Inflationsprognose der Schweizerischen Nationalbank vom

März machte auch deutlich, dass das gegenwärtige tiefe Zinsniveau in der längeren Frist nicht mit der Preisstabilität vereinbar ist. Sieht man einmal vom jüngsten Anstieg der Erdölpreise ab, haben sich seit der letzten Lagebeurteilung die Aussichten für den Wirtschaftsverlauf noch einmal tendenziell verbessert. Verläuft die wirtschaftliche Entwicklung wie erwartet, wird die Nationalbank die Anpassung ihres geldpolitischen Kurses deshalb graduell weiterführen.

## **Schlussfolgerungen**

Meine Damen und Herren, die schweizerische Wirtschaft ist gegenwärtig in guter Verfassung. Das Wachstum ist robust und breit abgestützt, die Anzeichen für eine Erholung auf dem Arbeitsmarkt verdichten sich, und die Teuerung hält sich in engen Grenzen. Zumindest in der kurzen Frist besteht zudem keine Gefahr für die Preisstabilität. Auf den ersten Blick befindet sich die Nationalbank somit in einer komfortablen Situation. Ich hoffe indes, meine Ausführungen haben klar gemacht, dass Geldpolitik zu keinem Zeitpunkt auf die leichte Schulter genommen werden darf. Die Schweizerische Nationalbank wird sich auftragsgemäss nach dem Ziel der Preisstabilität ausrichten und dabei die konjunkturelle Entwicklung nicht ausser Acht lassen.

Ich danke Ihnen für Ihre Aufmerksamkeit.