

## **Währungspolitischer Tour d'horizon**

Prof. Dr. Bruno Gehrig  
Vizepräsident des Direktoriums  
der Schweizerischen Nationalbank

Industrie- und Handelskammer Südlicher Oberrhein und  
Handelskammer beider Basel  
Freiburg im Breisgau

Dienstag, 27. März 2001

Sehr geehrte Damen und Herren

Es ist mir eine besondere Ehre, als Vertreter der Schweizerischen Nationalbank hier in der Zähringerstadt Freiburg im Breisgau, im Ausland also, vortragen zu dürfen. Dies gilt in verstärktem Masse für den heutigen Anlass, wo ich dies vor einer ausgesprochen fachkundigen, wirtschaftlich und politisch engagierten Zuhörerschaft tun darf. Ich danke Ihnen für das Gastrecht und lade Sie gerne ein zu einem kurzen geld- und währungspolitischen Tour d'horizon.

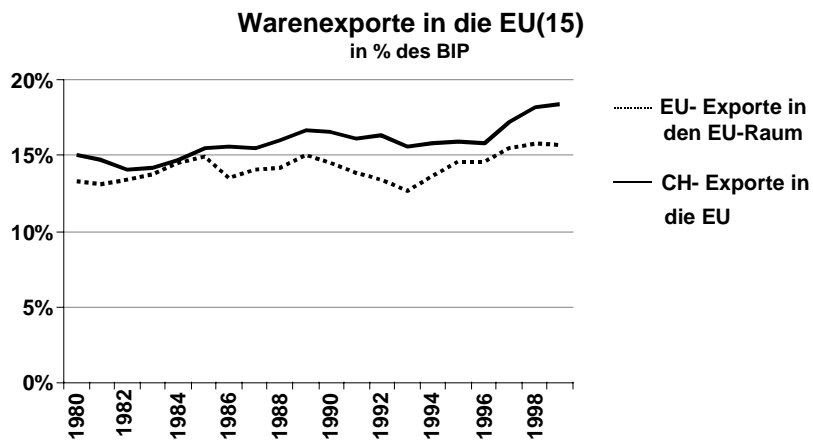
Allein, der Begriff «Ausland» passt eigentlich schlecht zur Atmosphäre, die ich in Ihrem Kreis jetzt spüren darf. Auch wenn ich nicht aus der Nordwestschweiz stamme und fast etwas beschämt gestehen muss, dass ich heute zum ersten Male in Freiburg Halt mache, fühle ich mich hier ganz und gar nicht in der Fremde. Zu ausgeprägt und vielfältig sind die Ähnlichkeiten und Vernetzungen mit der Schweiz. So ist die trinationale Region Oberrhein nicht nur ein geographisches Gebilde, sondern auch ein wirtschaftlicher, politischer und gesellschaftlicher Lebensraum mit einer eigenen Identität – ein lebendiges Stück europäischer Integration. Unspektakulär zwar, aber für die Menschen hier greifbar; keine abstrakte Vision, sondern konkrete und nützliche Realität. Zu dieser Realität gehört heute und wird zweifellos auch auf absehbare Zeit die Koexistenz zweier Währungen gehören. Das mag man bedauern oder gut finden. In jedem Fall können wir davon ausgehen, dass sich am Regime einer eigenständigen schweizerischen Geldpolitik, wenn überhaupt, erst in ferner Zukunft einmal etwas ändern wird.

Im Blick auf diese Ausgangslage werde ich meinen Tour d'horizon in drei Etappen gliedern: Ich beginne mit einigen Hinweisen auf die Vernetzung der Schweizer Wirtschaft mit jener der Europäischen Union und den grundsätzlichen Konsequenzen, die sich daraus für die Geldpolitik ergeben. Dann wende ich mich im Sinne einer vorläufigen Zwischenbilanz den Erfahrungen zu, die wir im Zusammenleben mit dem Euro als überragendem monetärem Bruder bislang gemacht haben. Und schliesslich möchte ich mich mit den aktuellen weltwirtschaftlichen Tendenzen und Konturen mutmasslicher künftiger Entwicklungen befassen.

### **Die Schweiz ist in die europäische Wirtschaft integriert**

Die wirtschaftliche Integration im Sinne des Einbezugs in die grenzüberschreitende Arbeits- und Funktionsteilung hat viele Gesichter: Die Arbeits- und Kapitalmärkte, die Ströme gehandelter Waren und Dienstleistungen, oder die Direktinvestitionen. Unter diesen und zahlreichen anderen Kriterien ist die Schweizer Wirtschaft aufs engste mit ihrem europäischen Umfeld verbunden und damit in offensichtlicher Weise auch von diesem Umfeld abhängig. Diese markante Exponiertheit zeigt sich vor allem in der Bedeutung des schweizerischen Aussenhandels mit der EU.

## Die Schweiz exportiert mehr Waren in die EU als ein durchschnittliches Mitgliedsland.



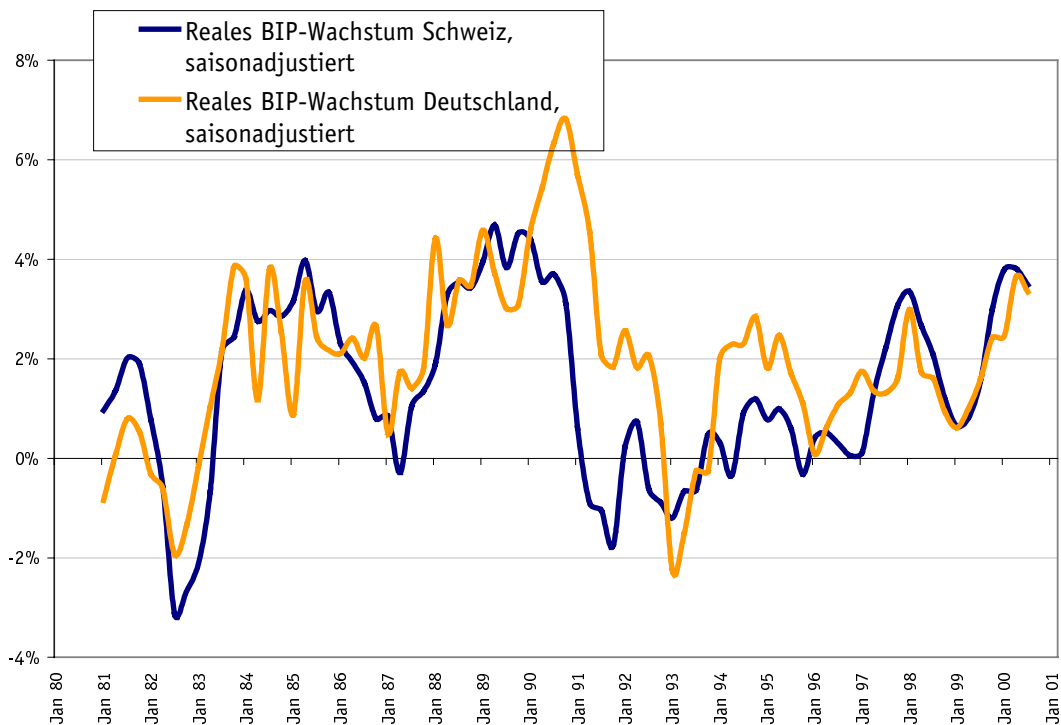
So belaufen sich die Warenexporte in die EU wertmässig auf rund 18% unseres Bruttoinlandsprodukts seit 1980 mit ansteigender Tendenz, wie die obere Kurve der Grafik zeigt. Interessanterweise liegt der Vergleichswert im Durchschnitt der EU-Mitgliedsländer für deren Exporte in die anderen Mitgliedsländer etwas tiefer. Im Spiegel der Warenexporte ist die Schweizer Wirtschaft stärker EU-orientiert als die meisten Volkswirtschaften der EU-Mitglieder. Dieser Befund käme noch prägnanter zum Ausdruck mit Exportzahlen, welche auch Dienstleistungen einbeziehen. Solche Angaben stehen indessen nicht zur Verfügung.

Bei dieser engen Verflechtung liegen zwei Konklusionen auf der Hand. Zum einen: Die konjunkturelle Entwicklung in der EU ist für den Gang der schweizerischen Wirtschaft von überragender Bedeutung. Und zum andern: Das Kursverhältnis zwischen dem SFR und dem Euro betrifft sehr grosse Teile der wirtschaftlichen Aktivität in unserem Land.

Zum direkten Konjunkturzusammenhang zunächst.

Für einen längeren Zeitraum lässt er sich illustrieren durch den Wachstumsverlauf in der Schweiz und in Deutschland, unserem wichtigsten Handelspartner in der EU.

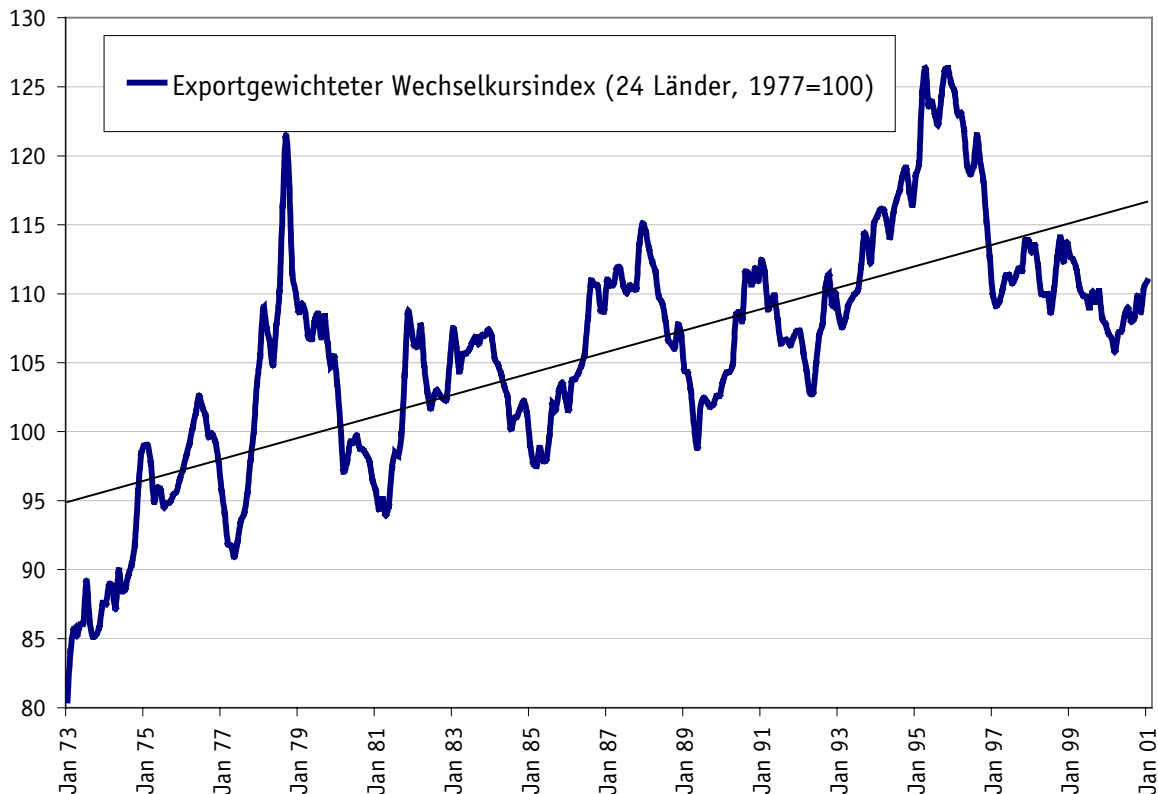
## Reale Wachstumsraten Deutschlands und der Schweiz



In den 80er Jahren war die Entwicklung stark synchron. Dagegen kam es zu Beginn der 90er Jahre zu einer Abkoppelung: Während Deutschlands Aktivität von der Wiedervereinigung profitierte, glitt die Schweizer Wirtschaft in eine sechs lange Jahre dauernde Stagnation ab und dies trotz Geldmarktzinsen, die rund 2% tiefer lagen als die DM-Sätze. Das Wachstum in Deutschland lag von 1991 bis 1997 klar höher als das Wachstum in der Schweiz. Erst ab 1997 fand die schweizerische Konjunktur, unterstützt durch zusätzliche aggressive Zinssenkungen, wieder auf einen Wachstumspfad zurück. Seit 1998 verläuft die Entwicklung wieder synchron. Ob und in welchem Mass sich diese Gleichläufigkeit fortsetzen wird, bleibt abzuwarten. Das für den Konjunkturzusammenhang zwischen Deutschland und der Schweiz in der Retrospektive Gesagte dürfte in noch verstärktem Mass für unsere gegenwärtige und künftige konjunkturelle Abhängigkeit von der EU gelten. Die zyklische Entwicklung im Euroraum bildet den dominanten Bestimmungsfaktor für das Konjunkturgeschehen in der Schweiz. Aber es wird auch in Zukunft zu Phasen der Divergenz kommen, in denen eigenständige geldpolitische Korrekturen stabilitätspolitisch notwendig sind.

Zweitens ergibt sich aus der engen Vernetzung die naheliegende Erkenntnis, dass für das wirtschaftliche Gedeihen der Schweiz der Wechselkurs zum Euro eine Schlüsselrolle spielt. Es lohnt sich, dieses Faktum auf dem Hintergrund der langfristigen Frankenkursentwicklung etwas näher zu beleuchten.

## Realer Wechselkursindex des Schweizer Frankens



Massgeblich ist vor allem die reale, handelsgewichtete Frankenkursentwicklung, hier abgebildet seit 1973, als die Ordnung von Bretton Woods zerbrach und durch das Floating abgelöst wurde.

Sie lässt für diesen Zeitraum zunächst einen Trend zur Aufwertung im Ausmass von durchschnittlich etwa 0.6% p.a. erkennen. Er dürfte auf mehrere Faktoren zurückzuführen sein, unter anderem auf die traditionell sehr hohen Leistungsbilanzüberschüsse von phasenweise mehr als 10% des Bruttoinlandproduktes (BIP). Solche Überschüsse, die sich zu einem bedeutenden Teil aus der internationalen Nettogläubigerposition des Landes ergeben, tragen zur Reputation der Währung bei und generieren laufend eine zusätzliche Nachfrage nach Frankenaktiven. Der Aufwertungstrend, der begleitet war von einem realen Zinsbonus, ist wirtschaftspolitisch kein Problem. Im Gegenteil: Er verbilligte importierte Güter und erhöhte dadurch die Kaufkraft gegebener Frankeneinkommen. Auch die Exportwirtschaft ist mit dieser Aufwertungstendenz im allgemeinen gut zurecht gekommen. Hinweise darauf sind der Trendanstieg unserer Waren- und Dienstleistungsexportquote auf mittlerweile 45% des BIP und die kontinuierlichen Verbesserungen der Terms of Trade, d.h. des Verhältnisses zwischen durchschnittlich erzielten Exportpreisen und bezahlten Importpreisen.

Problematisch sind stattdessen die phasenweise massiven Schwankungen des realen Frankenkurses um den Trend. Sie haben in mehreren Perioden, so letztmals 1994 bis 1996, konjunkturell destabilisiert und zu schweren Anpassungszwängen geführt. Mit der Ankunft des Euro hat sich die Exposure der Wirtschaft gegenüber dem Wechselkursrisiko verändert. Traditionell besonders volatile Währungen, deren periodische Abwertungen einzelne Sektoren unserer Wirtschaft – zum Beispiel den Tourismus – immer wieder mit schwierigen Herausforderungen konfrontierten, sind durch den stabileren Euro ersetzt worden. Hierin liegt – beispielsweise für die Wirtschaft im Tessin – ein bedeutender Vor-

teil. Gleichzeitig konzentriert sich das Währungsrisiko in entscheidendem Mass auf eine Kursrelation, den Wechselkurs zwischen dem Euro und dem SFR. Bankiers würden hier von einem Klumpenrisiko sprechen, das sich überdies unter dem Einfluss der bilateralen Verträge weiter akzentuieren dürfte. Darauf müssen sich schweizerische Wirtschaftsakteure einstellen, während sich für im europäischen Währungsraum domizilierte Konkurrenten die Exponiertheit gegenüber Währungsrisiken substantiell zurückgebildet hat. Kein Zweifel: Hierin liegt ein nachteiliger Effekt des währungspolitischen Alleingangs und zugleich das stärkste wirtschaftliche Argument derjenigen, die den Franken möglichst bald durch den Euro ersetzen möchten.

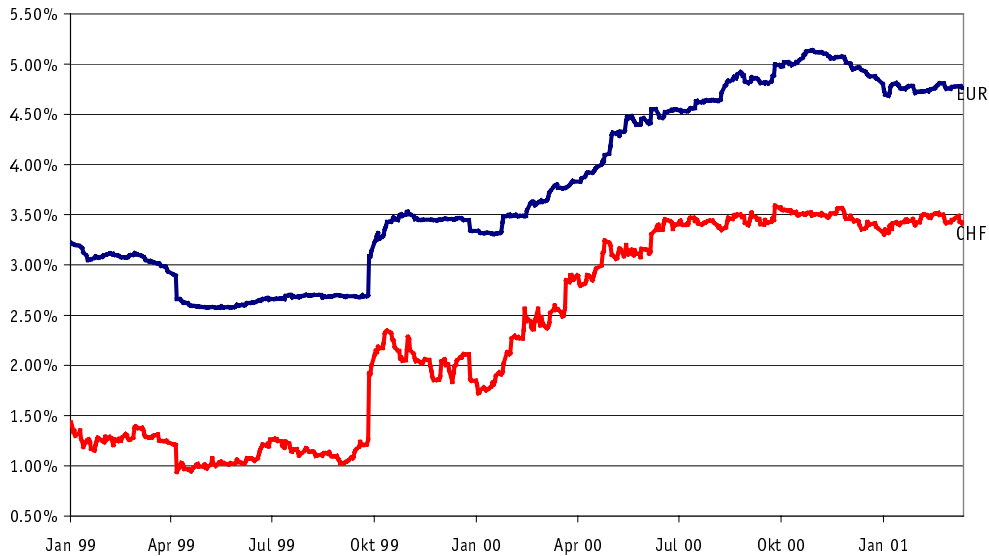
### **Koexistenz mit dem Euro: eine Zwischenbilanz**

Nach diesen Ausführungen zur Einbettung der Schweizer Wirtschaft in ihr europäisches Umfeld möchte ich mich den Erfahrungen und Einsichten zuwenden, die wir in unserer mittlerweile zwei und ein Viertel Jahre dauernden Koexistenz mit dem Euro gewonnen haben. Ich tue dies im Sinne einer Zwischenbilanz, d.h. im Wissen darum, dass wir zwar Wertvolles und Gültiges gelernt haben, dass uns die weitere Zukunft aber sehr wohl mit neuartigen, möglicherweise auch überraschenden Konstellationen und Entscheidungssituationen konfrontieren kann.

Im Vorfeld des Starts zur Europäischen Währungsunion wurden insbesondere zwei Befürchtungen geäussert und mit verständlicher Besorgnis diskutiert. Da waren auf der einen Seite diejenigen, die das Risiko schwerwiegender Wechselkurserschütterungen sehr hoch veranschlagten und ernsthafte, für die Konjunktur verhängnisvolle Störungen in Aussicht stellten. Dieses Szenario wurde begründet mit angeblich unvermeidlichen Vertrauensentzügen in die neue, noch ungetestete Währung und dadurch ausgelösten Kapitalströmen in den Franken, diesen monetären Zwerg mit seiner überproportionalen Bedeutung als Anlagengewährung. Und da waren auf der anderen Seite diejenigen, die angesichts der Grössenordnungen für eine eigenständige schweizerische Geldpolitik keinen Platz mehr sahen und räsonierten, der Nationalbank bliebe doch nichts anderes als der möglichst getreue Nachvollzug der europäischen Politik übrig. Diese beiden Perspektiven haben sich im Verlauf der vergangenen gut zwei Jahre nicht bewahrheitet. Stattdessen haben jene recht bekommen, die sich mit Gelassenheit und ohne Aufregung auf ein Szenario eingestellt haben, das sich zwar graduell, aber nicht grundsätzlich von den Verhältnissen vor der Euro-Einführung unterscheiden würde.

Diese Einsicht lässt sich verdeutlichen mit einem Blick auf den geldpolitischen Kurs, den wir seit 1999 eingeschlagen haben. Er kommt im Verlauf des Dreimonatszinssatzes, des LIBOR, zum Ausdruck, den wir als operative Zielgrösse unserer auf Preisstabilität bedachten Politik steuern. Anfang letzten Jahres haben wir damit begonnen, diese Steuerung mit Hilfe eines einen Prozentpunkt grossen Zielbandes anzukündigen.

## LIBOR 3 Monate



Bis gegen Ende 1999 war unsere Zinspolitik geprägt durch die Sorge um das Risiko einer weiteren konjunkturellen Abschwächung. Wir wollten mit sehr tiefen Geldmarktsätzen von rund 1% den monetären Rahmen grosszügig definieren und waren nicht unglücklich, dass in dieser Zeit der Franken zum Euro sehr stabil blieb und sich – wie der Euro – zum USD abschwächte. Der Zinsbuckel im vierten Quartal 1999 hatte nichts mit unserer Politik zu tun. Er baute sich als Millenniumsprämie auf und später wieder ab. Mit der im Winter einsetzenden, überraschend kräftigen Erholung erhöhten wir den Dreimonatssatz in mehreren Schritten von rund 1% auf 3.5% im Juni 2000. In dieser Phase war unser Kurs deutlich restriktiver als die Politik der Europäischen Zentralbank. Wir hielten diese Korrektur für angemessen, weil unsere Wirtschaft den Status der Vollbeschäftigung rasch erreichte und es die Risiken einer Überhitzung mit all ihren Konsequenzen zu begrenzen galt.

Nach dem Juni 2000 haben wir bis letzten Donnerstag an den Zinssätzen nichts mehr verändert. Das war im Rückblick ein angemessener Kurs. Obwohl noch im August und September weitherum von Überhitzung die Rede war und die Märkte mehrheitlich eine weitere Zinserhöhung erwarteten, wurden wir nicht aktiv. Es schien uns plausibel, dass sich die Zeichen einer Verlangsamung im In- und Ausland bald verdeutlichen würden. Diese Haltung war nicht ohne Risiken, hat sich aber zwischenzeitlich als zutreffend erwiesen. Auch in der Geldpolitik braucht man gelegentlich etwas Glück.

Wie hat sich seit dem Start zur Währungsunion der Wechselkurs des Frankens zum Euro entwickelt?

## Wechselkurs SFR/EURO seit 1999



Im Rückblick sind drei Phasen zu unterscheiden.

Die Koexistenz beider Währungen hat begonnen mit einer 14 Monate dauernden Periode verblüffender Stabilität. Die Schwankungen blieben in einem engen Band von nur etwa plus/minus einem Prozent um das Kursniveau von SFR 1.60 pro Euro. Dieses Muster erinnert geradezu an das Regime einer Kursfixierung. Es hat sich eingestellt als Ergebnis einer Politik und einer Konjunkturszene, die durch markante Gleichläufigkeiten in der Schweiz und in Euroland geprägt war. Wir haben unsere Geldpolitik – fokussiert auf die Bedürfnisse der Schweizer Wirtschaft – am SFR-Geldmarkt umgesetzt und sind nicht ein einziges Mal am Devisenmarkt aufgetreten. Aber wir haben schon im Vorfeld wiederholt gesagt, dass wir uns einer exzessiven Kursverzerrung nötigenfalls durch Interventionen am Devisenmarkt widersetzen würden. Wahrscheinlich hat auch dieses Signal zur Stabilisierung der Erwartungen und zur ruhigen Entwicklung an den Finanzmärkten beigetragen.

Im März 2000, initialisiert durch unsere Zinserhöhungen, setzte der SFR zu einer Aufwertung um rund sechs Prozent an. Seit Oktober des letzten Jahres bewegt er sich etwa auf diesem Niveau, allerdings mit grösseren kurzfristigen Ups und Downs, als dies im Verlauf von 1999 der Fall war. Die vorgenommene Korrektur hat wohl auch die Skeptiker davon überzeugt, dass wir den Willen und die Mittel haben, eine eigenständige Geldpolitik zu betreiben.

So fällt nach gut zweijähriger Koexistenz mit dem Euro die Zwischenbilanz nicht ungünstig aus. Drei Aspekte scheinen bemerkenswert.

Erstens – und im Gegensatz zu verbreiteten Befürchtungen – kann man festhalten, dass der Mechanismus des freien Wechselkurses unsere Geldpolitik nicht durchkreuzt, sondern vielmehr unterstützt hat. Als wir 1999 expansiv wirken wollten, blieb der Franken schwach. Er wertete sich – im Gleichschritt mit dem Euro – zum USD deutlich ab. Und als wir im Frühjahr 2000 zur restriktiven Korrektur ansetzten, wertete er sich gegenüber dem Euro auf, ohne dabei zu überschliessen. Ohne diese unterstützende Effekte des freien Wechselkurses hätten wir zweifellos kräftigere Zinsschritte vornehmen müssen.

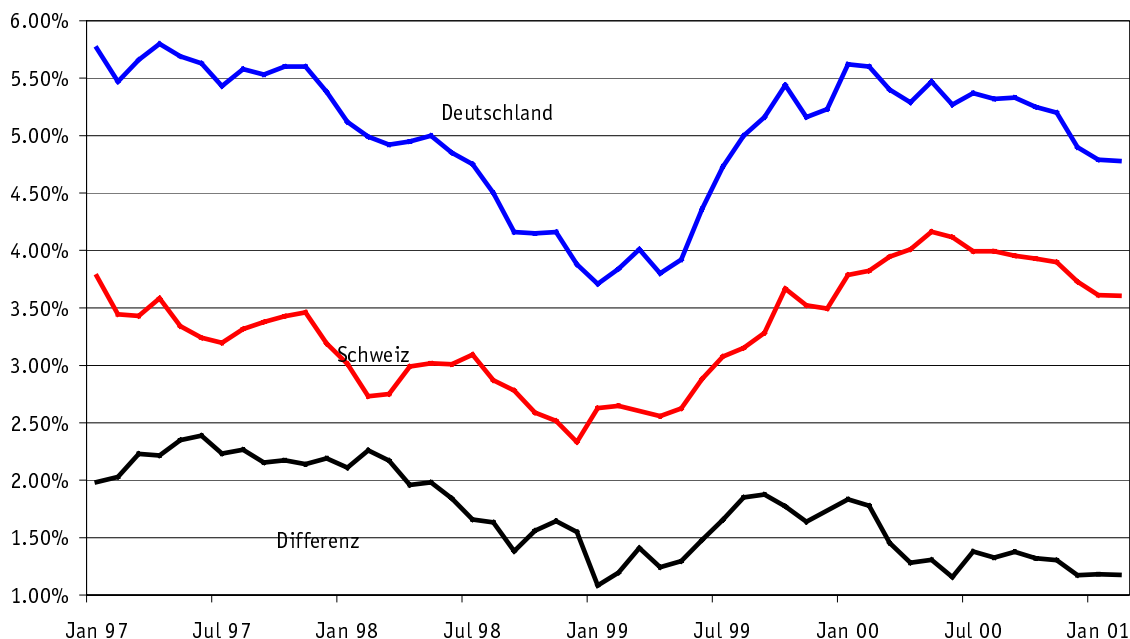
Zweitens hat auch die deutliche Abschwächung des Dollars gegenüber dem Euro vor einigen Monaten zu keinerlei unliebsamen Erschütterungen geführt. Der früher mit einiger Regelmässigkeit registrierte Effekt, dass eine USD-Abschwächung gegenüber der DM zu einer Aufwertung des Frankens gegenüber der DM führte, hat sich nicht mehr eingestellt. Ob dieser unerwünschte, weil destabilisierende «Mokkatasseneffekt» mit dem Euro für immer verschwunden ist, bleibt abzuwarten.



Schliesslich lohnt sich ein Blick auf die langfristigen Zinssätze, auf die Zinsdifferenz bei zehnjährigen Staatsobligationen Deutschlands und der Eidgenossenschaft.

Dieser Zinsbonus ist für einen grossen Teil der Bevölkerung das wichtigste wirtschaftliche Argument gegen eine Teilnahme an der Währungsunion. Das ist kein Wunder in einem Land mit einer weit überdurchschnittlichen Hypothekarverschuldung. Tatsächlich kommt

### Rendite Staatsanleihen



dem Zinsbonus als Standortfaktor eine erhebliche Bedeutung zu. Vergleichsweise tiefe Kapitalkosten erhöhen die Kapitalintensität, verbessern die Produktivität und tragen dadurch zu höheren realen Einkommen, auch der Arbeitnehmer, bei. Die Graphik macht deutlich, dass sich die Zinsdifferenz seit 1997 zwischen gut 200 und gut 100 Basispunkten bewegt hat. Ihr Minimum erreichte sie mit 110 Basispunkten anfangs 1999, als sich im Markt Zweifel an unserer geldpolitischen Eigenständigkeit breit machten. Mit der Korrektur von März 2000, die für Viele überraschend kam, hat sich die Differenz wieder vergrössert. Das hat wohl weniger mit veränderten Inflationserwartungen als mit vermutungsweise wiedergewonnenen Diversifikationseigenschaften von Frankenanlagen zu tun. Nur wenn die Anleger an eine vom Euro unterschiedliche Frankenentwicklung glauben, attestieren sie Frankenanlagen Diversifikationseigenschaften in einem Mehrwährungsportfolio. Nur dann sind sie bereit, Schuldpapiere trotz einer etwas tieferen Rendite zu halten. Nun, die Verteidigung des Zinsbonus ist gewiss kein geldpolitisches Ziel. Aber der Zinsunterschied ist ein willkommener Begleiter unseres eigenständigen Währungsregimes und als solcher mitzubedenken, wenn man über Alternativen nachdenkt.

Koexistenz mit dem Euro: Zusammenfassend liegt der Befund nahe, dass sich das währungsrechtliche Regime, als Zwerg neben dem Riesen eigenständig zu handeln, recht gut bewährt hat. Kein Währungssystem kann je zur vollen Zufriedenheit Aller funktionieren. Primär kommt es darauf an, damit ein vernünftiges Mass an Preisstabilität zu erreichen und einen Beitrag zur konjunkturell ausgeglichenen Entwicklung bei Vollbeschäftigung zu leisten. Dies ist bisher nicht schlecht gelungen.

## **Aktuelle Lagebeurteilung und Ausblick**

Ob, wann und wie sich an dieser günstigen Entwicklung etwas ändern wird, hängt erfahrungsgemäss nicht nur von der Geldpolitik, sondern von einem Bündel unterschiedlicher Einflussfaktoren ab. Lassen Sie mich im abschliessenden Teil meines Referats einige Überlegungen anstellen zu aktuellen Trends und zum Ausblick.

Die weltwirtschaftliche Szene hat sich in der neueren Vergangenheit ohne Zweifel eingetrübt. Aber man darf unter dem Eindruck dieser Veränderungen nicht übersehen, dass in der weitherum gut abgesicherten Preisstabilität ein wesentliches Element errungener Robustheit und Stärke liegt. Was immer die Probleme sein mögen, die auf uns zukommen – ihre Lösung wird nicht, wie so oft in der Vergangenheit, überlagert sein durch die schmerzliche Aufgabe eines substantiellen Inflationsabbaus.

*In den Schlagzeilen stehen vor allem die USA, deren langjähriger Konjunkturboom einem unerwartet deutlichen Rückschlag Platz gemacht hat.*

Gewiss gibt es noch immer gute Gründe für die Hoffnung, dass diese Verlangsamung nicht zu einer Rezession führen und nicht sehr lange dauern wird, zumal das Federal Reserve mit raschen und bedeutenden Zinssenkungen reagiert hat. Nur gilt es zu bedenken, dass solche konjunkturelle Szenenwechsel in ihren Bestimmungsgründen schwer zu erfassen und daher ihr genauer Verlauf schlecht abzuschätzen sind. Drei Aspekte belasten den Ausblick: Der Verdacht zunächst, dass nach dem langen, massiven Investitionsboom ein Kapitalüberhang zu absorbieren ist, der die Investitionsnachfrage längere Zeit drosseln wird. Zweitens die Sorge, dass die in den vergangenen zwölf Monaten an den Börsen eingetreten riesigen Vermögensverluste die Konsumausgaben deutlich beeinträchtigen werden, zumal sie Haushalte treffen, die in der neueren Vergangenheit kaum gespart und reichlich Schulden gemacht haben. Drittens kann keine Konjunkturprognose darüber hinwegsehen, dass die Leistungsbilanzentwicklung seit langem stark defizitär ist, ja im 4. Quartal des vergangenen Jahres gar einen Nachkriegsrekord erreicht hat. Diesen belastenden Faktoren stehen aber im globalen Vergleich sehr günstige mittel- und langfristige Wachstumsperspektiven gegenüber, die den gegenwärtigen Rückschlag überlagern. Bei einem nachhaltigen Wachstumspotential von schätzungsweise gegen 4% sind die Chancen auf eine zyklische Korrektur ohne Rezession eher intakt als für ein Land mit geringerer Wachstumskraft. Jedenfalls signalisiert der zyklisch gesehen bemerkenswert hohe Wechselkurs des USD einen weitgehend ungebrochenen Glauben internationaler Investoren an die Qualitäten der USA als Investitionsland. Gewiss, das ist ein Element der Stärke, aber gleichzeitig ein Umstand, der eine zyklisch willkommene Abwertung abschwächt, wenn nicht gar verhindert. Diese Erfahrung scheint die These zu stützen, dass in einer Welt weitgehend integrierter Kapitalmärkte der Wechselkurs seine Rolle als Scharnier des konjunkturellen Nachfrageausgleichs nur noch eingeschränkt zu spielen vermag. Insgesamt mag man für die USA der Prognose einer Schwächephase von eher kurzer Dauer folgen. Aber man muss sich der latenten Risiken eines möglicherweise plötzlich eintretenden ungünstigeren Verlaufs bewusst bleiben.

*Auch in Asien haben sich die Perspektiven verdüstert, auch – aber nicht nur – als Folge der Verlangsamung in den USA.*

Das gilt vor allem für Japan, wo die unerlässlichen strukturellen Erneuerungen nur langsam vorankommen. Auf dem Hintergrund schwer defizitärer öffentlicher Haushalte und erheblicher Risiken im Finanzsystem haben die Nachfragerückgänge der letzten Monate die Hoffnungen auf eine Erholung ein weiteres Mal enttäuscht. In welchem Mass und wie rasch die durch die Bank von Japan vorgenommenen Massnahmen greifen werden, bleibt abzuwarten. Bei aller begründeten Sorge um die weitere Entwicklung in Asien ist es wich-

tig, auf die nach der Finanzkrise von 97/98 erreichten strukturellen Fortschritte hinzuweisen. Zwei Aspekte stehen im Vordergrund. Zum einen registrieren die meisten Länder unproblematische Entwicklungen ihrer Leistungsbilanzen. Das schliesst Refinanzierungskrisen, wie sie 97/98 die ganze Region und die internationalen Finanzmärkte erschüttert haben, weitgehend aus. Zum anderen wendet die Mehrzahl der Länder nicht mehr fixe, sondern flexible Wechselkursregime an, was die Anpassungsflexibilität entscheidend erhöht. Das rechtfertigt Zuversicht. Aber trotzdem ist klar, dass die weltwirtschaftliche Aktivität nicht nur aus den USA, sondern auch aus Asien verlangsamenden Einflüssen ausgesetzt ist.

### *Was bedeutet das für Europa?*

Die europäische Wirtschaftsentwicklung ist insgesamt erfreulich. Die Prognosen sind im Durchschnitt günstig und die Chancen hoch, dass unser Kontinent für einige Zeit globaler Wachstumsleader sein wird. Bei moderater Teuerung schaffte die Eurozone im vergangenen Jahr ein Wachstum von 3.4%. Das ist gewiss deutlich weniger als die 5%, welche die USA erreichten. Stellt man auf die Konsensprognosen ab, so wird im laufenden Jahr das BIP in Europa zwar nur noch um 2.8% wachsen, damit aber vor den USA liegen, deren Wachstumsprognose nur noch 2% beträgt. Und man braucht gar kein besonderer Optimist zu sein, um auch im strukturellen Bereich – insbesondere an den Arbeitsmärkten und im Steuerbereich – wichtige Fortschritte zu orten. Sie haben ihren Teil beigetragen, dass die Arbeitslosigkeit seit 1997 von 11.5 auf 8.8. Prozent zurückgegangen ist und sich darüber hinaus die Erwerbsquote erhöht hat. Wachstum ist in Europa wieder beschäftigungswirksam geworden – ein wichtiger Fortschritt. Schliesslich sind gravierende Ungleichgewichte, wie sie sich in den USA bei der Spartätigkeit und der Verschuldung der Haushalte oder in der Leistungsbilanz aufgebaut haben, auf unserem Kontinent nicht auszumachen.

Bei aller begründeten Zuversicht wäre es indessen verfehlt, die Einflüsse der globalen Entwicklung auf die Wirtschaft des europäischen Währungsraums zu unterschätzen. Vor simplen Milchmädchenrechnungen ist zu warnen. Dass sich die Exporte des Euroraums in die USA auf weniger als drei Prozent des europäischen Bruttoinlandproduktes belaufen, macht Europa keineswegs zu einer quasi geschlossenen, sich selbst genügenden Volkswirtschaft. Die Vernetzungen mit der Welt sind vielfältig. Sie schaffen über die blossen Handelsbeziehungen hinaus komplexe Interaktionen und Abhängigkeiten. Zweifellos auch über weiche Bestimmungsgründe der wirtschaftlichen Aktivität, die Risikofreude, die allgemeine Stimmung, das Vertrauen in die Zukunft. Konkreter über die Finanzmärkte, die – etwa an den Aktienbörsen – erhebliche globale Parallelitäten aufweisen. Schliesslich über Direktinvestitionen, die stärker als früher regionale Konjunkturbewegungen innerhalb von Firmengruppen auf andere Wirtschaftsräume übertragen. Mit solchen Hinweisen möchte ich mich nicht vom zuversichtlichen europäischen Konjunkturkonsens absetzen, aber doch auf Risiken hinweisen, die zu bedenken sind. Umso mehr als wir uns in einer Phase befinden, in der nahezu überall auf der Welt die Erwartungen in die gleiche Richtung, nämlich nach unten revidiert werden. In dieser Konstellation kann es leicht geschehen, dass die kumulierte Gesamtwirkung der Veränderungen unterschätzt wird.

### *Risikobewusste Zuversicht ist auch in Bezug auf die Aussichten für die Schweiz am Platze.*

Die laufende Wachstumsrate hat sich von vier Prozent im ersten Quartal des letzten Jahres auf knapp zwei Prozent in der zweiten Jahreshälfte zurückgebildet, d.h. auf ein Niveau, das in etwa dem geschätzten langfristigen Wachstumspotential entspricht. Diese an sich willkommene Konsolidierung ist vor allem das Ergebnis von Verlangsamungen im Konsum und in den Bauinvestitionen, d.h. der inländischen Nachfrage. Dagegen erreichen die Ausrüstungsinvestitionen und die Exporte anhaltende Zuwächse. Trotz Vollbeschäftigung, ja in

verschiedenen Bereichen des Arbeitsmarktes offensichtlicher Verknappungstendenzen, nimmt die Teuerungsentwicklung einen günstigen Verlauf. Sie erreichte im vierten Quartal des letzten Jahres 1.6 Prozent und zeigt mit 1.3. Prozent im Januar und 0.8 Prozent im Februar vor allem ölpreisbedingt eine rückläufige Tendenz. Wir haben letzte Woche unsere Quartalsanalyse abgeschlossen und entschieden, das Zielband für den Dreimonatszinssatz um  $\frac{1}{4}$  Prozent auf  $2\frac{3}{4}$  bis  $3\frac{3}{4}$  Prozent zu senken. Wir haben dies aus zwei Gründen getan. Zum einen, weil die mittelfristigen Perspektiven für die Teuerung günstig sind. Die erwartete konjunkturelle Entwicklung und der Verlauf der monetären Aggregate deuten für die kommenden drei Jahre auf keine erhöhten Teuerungsgefahren hin. Zum andern wollten wir mit dieser massvollen Zinssenkung auf den Umstand reagieren, dass sich in den letzten Monaten die globalen Konjunkturrisiken erhöht haben. Kritiker mögen einwenden, wir hätten vorschnell gehandelt und im Interesse einer handfesten Faktenlage besser noch etwas zugewartet, um dann möglicherweise einen grösseren Zinsschritt vorzunehmen. Allein, wegen den erheblichen Verzögerungen, mit denen sich geldpolitische Massnahmen auf die Volkswirtschaft auswirken, schien es uns zweckmässiger, schon letzte Woche einen massvollen Zinsschritt vorzunehmen. Ob er ausreichen wird, muss die Zukunft weisen. Jedenfalls signalisieren die anhaltend günstige konjunkturelle Entwicklung und die bei Konsumenten und Unternehmen zuversichtlichen Erwartungen gegenwärtig keinen weiteren Handlungsbedarf. Wir rechnen für das laufende und das nächste Jahr mit einem Wachstum von knapp 2 Prozent, d.h. in der Grössenordnung des Wachstumspotentials unserer Volkswirtschaft.

*Allein, Geldpolitik ist und bleibt in hohem Masse ein durch Unsicherheit geprägtes Handwerk.* Der Konsens zu Gunsten eines mit einiger Wahrscheinlichkeit günstigen Szenarios darf nie und nimmer ablenken von der Existenz problematischer Risikoszenarien. Sie betreffen die USA, den Fernen Osten, aber auch die europäische und nicht zuletzt die deutsche Konjunktur, die in den vergangenen Monaten recht viel Schwung eingebüsst hat. Unwägbarkeiten und Überraschungspotentiale kennzeichnen auch die Börsenentwicklung und – für die Schweiz besonders wichtig – den Verlauf der Wechselkurse zum USD und zum Euro. Eine so geartete Entscheidungssituation, der Unternehmer ebenso ausgesetzt sind wie Geldpolitiker, verlangt kritische Offenheit und die Bereitschaft, nötigenfalls rasch und entschlossen zu handeln.