

Sperrfrist: 7. September 2001, 9.30 Uhr

Zürich, 7. September 2001

Entwicklungstendenzen für den Schweizer Zins- und Währungsmarkt

Georg Rich
Schweizerische Nationalbank

Referat am Kapitalmarktforum der WGZ-Bank Luxembourg S.A.,
Luxemburg, 6.-7. September 2001

Die Akteure auf den internationalen Geld- und Devisenmärkten litten in den letzten fünf Jahren kaum unter Langeweile. Sie sahen sich in dieser Periode mit einer Vielzahl wichtiger - und teilweise - unerwarteter Ereignisse konfrontiert. Im Vordergrund stand die Entwicklung des US Dollars. Die amerikanische Währung setzte vor rund zwei Jahren zu einem Höhenflug an, der in letzter Zeit freilich an Schwung verlor. Ferner führte die Europäische Union Anfang 2000 die neue gemeinsame Währung, den Euro, ein. Europäische Politiker hatten im Vorfeld der Einführung wiederholt betont, der Euro werde sich als starke Währung entpuppen. Deshalb war die Enttäuschung gross, als sich die neue gemeinsame Währung entgegen den Erwartungen spiegelbildlich zum Dollar kräftig abschwächte. Des Weiteren machten die Finanzkrisen, die in Ostasien 1997 und in Russland im Folgejahr ausbrachen, negative Schlagzeilen. Diese Ereignisse stellten die direkt betroffenen Länder nicht nur vor schwer wiegende wirtschaftliche Probleme, sondern hinterliessen auch auf den westlichen Kapital- und Devisenmärkten tiefe Spuren. Glücklicherweise trug das bis zum Herbst 2000 anhaltende kräftige Wachstum der amerikanischen Wirtschaft dazu bei, dass sich die von den Finanzkrisen gebeutelten Länder wirtschaftlich rasch wieder erholen konnten. Die Erholung erwies sich indessen als kurzlebig. Ende 2000 begann das Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten erneut abzuflachen. Der Elektroniksektor war dabei vom Rückschlag besonders stark betroffen. Die Abschwächung in den USA griff auch auf andere Länder über. Verschiedene ostasiatische Länder, die stark von Exporten an Elektronikprodukten abhängen, wurden als Folge der amerikanischen Abschwächung in eine eigentliche Rezession gestürzt. Sie müssen sich auch mit der Tatsache abfinden, dass von der japanischen Wirtschaft seit langer Zeit keine positiven Impulse mehr ausgehen. Die Volkswirtschaften Europas spüren die amerikanischen Konjunkturflaute zwar ebenfalls, aber Anzeichen einer Rezession sind bei uns vorderhand nicht zu erkennen. Dennoch stellen sich viele Beobachter die bange Frage, ob die Abschwächung der amerikanischen Wirtschaft früher oder später in eine globale Krise ausmünden wird.

Auch die schweizerische Volkswirtschaft, die eng mit der Weltwirtschaft verflochten ist, kann sich den aus dem Ausland stammenden Schwächetendenzen nicht entziehen. Unsere Zins- und Wechselkursentwicklung wird deshalb stark durch das weltwirtschaftliche Umfeld geprägt. In Anbetracht der engen Verflechtung mit der Weltwirtschaft werde ich zuerst einige Bemerkungen zu den globalen Entwicklungstendenzen anbringen. Dabei werde ich mich auf die Konjunkturabschwächung in den Vereinigten Staaten und den Dollarkurs beschränken, die für die Weltwirtschaft gegenwärtig eine besonders grosse Bedeutung einnehmen. Anschliessend werde ich auf die Lage der Schweiz zu sprechen kommen und mein Augenmerk insbesondere auf die Zins- und Wechselkursentwicklung in unserem Lande richten.

1. Entwicklungstendenzen der amerikanischen Wirtschaft

1.1 Konjunkturabschwächung in den USA

Der Einbruch in den USA folgte auf einen Konjunkturaufschwung, der fast ein Jahrzehnt gedauert hatte und in Bezug auf seine Länge alle anderen Expansionsphasen der Nach-

kriegszeit in den Schatten stellte. Von 1992 bis 2000 stieg das amerikanische Bruttoinlandsprodukt real um durchschnittlich 3.8% pro Jahr. Besondere Beachtung verdient der Zeitabschnitt 1997 bis 2000, der mit Wachstumsraten von mehr als 4% aufwartete. Im Vergleich dazu wuchs die deutsche Wirtschaft im Durchschnitt der Periode 1992 bis 2000 um lediglich 1.5%. Die amerikanische Wirtschaft schuf während der langen Aufschwungsphase auch zahlreiche neue Arbeitsplätze. Gleichzeitig ging die Arbeitslosigkeit massiv zurück. Gegen Ende des Aufschwungs traten eigentliche Überhitzungserscheinungen am Arbeitsmarkt auf. Dennoch blieb der Aufwärtsdruck auf die Löhne und Preise bescheiden. Die Inflation zog zwar vor allem im Jahre 2000 wieder an, aber das Ausmass der Preiserhöhungen hielt sich in Grenzen. Freilich wird das amerikanische „Beschäftigungswunder“ häufig in allzu leuchtenden Farben geschildert, vor allem wenn gleichzeitig vergessen geht, dass sich auch in Europa in den letzten Jahren die Arbeitsplätze stark vermehrt haben.

Die amerikanische Zentralbank war als Folge des Konjunkturaufschwungs gezwungen, die geldpolitischen Zügel schrittweise zu straffen, um eine Überhitzung der Wirtschaft mit entsprechenden Konsequenzen für die Inflation zu verhindern. Sie zielte auf eine "weiche Landung" der amerikanischen Wirtschaft ab, d.h. sie war bestrebt, die wirtschaftliche Aktivität zu drosseln, aber nicht stärker als notwendig, um ein Realwachstum im Rahmen des Produktionspotenzials zu gewährleisten. Die geldpolitische Feinsteuerung der Wirtschaft ist - wie alle Zentralbanken wissen - eine heikle Angelegenheit. Die erwünschte Abschwächung stellte sich zwar ein, aber die Vehemenz des Rückschlags überraschte. Die amerikanische Zentralbank vermutete schon gegen Ende 2000, dass sich die Konjunktur stärker als erwartet verlangsamen würde. Deshalb reagierte sie rasch und entschieden auf die konjunkturelle Wende. Im Nachhinein darf man feststellen, dass die amerikanische Zentralbank mit ihrem aggressiven Vorgehen zumindest im Grundsatz richtig handelte und mit der deutlichen Lockerung ihrer Geldpolitik die Voraussetzungen für eine erneute Erholung der amerikanischen Wirtschaft schuf.

Dennoch bestehen in der Öffentlichkeit erhebliche Zweifel an einer raschen Rückkehr der amerikanischen Wirtschaft auf den in den Neunzigerjahren massgebenden Wachstumspfad. Diese Zweifel werden vor allem durch zwei Faktoren genährt.

Zum einen sind noch keine Anzeichen einer Umkehr der amerikanischen Konjunktur auszumachen. Die Unternehmen - vorab in den Bereichen der Hochtechnologie - müssen herbe Bestellungenrückgänge hinnehmen, sodass sie sich gezwungen sehen, Produktion und Investitionen drastisch zu kürzen. Dank des regen privaten und staatlichen Konsums sowie der nach wie vor lebhaften privaten Investitionstätigkeit im Baubereich steigt das amerikanische Bruttoinlandsprodukt trotz des scharfen Einbruchs in der Industrie real immer noch leicht. Viele Beobachter sorgen sich jedoch um die Entwicklung der Arbeitslosigkeit, die bisher nur bescheiden zunahm. Sollte sich die Beschäftigungslage deutlich verschlechtern, ist die Möglichkeit nicht mehr auszuschliessen, dass auch der private Konsum einbrechen wird. In diesem Falle würde eine wichtige Stütze der fragilen amerikanischen Konjunktur wegfallen und die Gefahr einer Rezession in den USA zunehmen. Ein weiteres Risiko liegt in den Wirkungen des amerikanischen Rück-

schlags auf die Weltkonjunktur. Die Nachbarländer der USA sowie viele ostasiatische Länder sind von der amerikanischen Abschwächung besonders stark betroffen, aber auch die europäischen Länder spüren den kühlen Wind, der vom Atlantik her weht, immer stärker. Der Konjunkturrückgang in den übrigen Ländern könnte auf die amerikanische Wirtschaft zurückwirken und den dortigen Abschwung verstärken.

Es ist schwierig, die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den Vereinigten Staaten abzuschätzen. Was die Zukunft auch immer bringen mag, tiefer Pessimismus ist nicht angebracht. Die schlechte Stimmung, die gegenwärtig unter vielen Marktteilnehmern herrscht, ist meines Erachtens darauf zurückzuführen, dass unrealistische Erwartungen und Hoffnungen in die amerikanische Zentralbank gesetzt werden.

In der Öffentlichkeit ist die Meinung weit verbreitet, der lang andauernde Konjunkturaufschwung der Neunzigerjahre sei zu einem guten Teil der amerikanischen Zentralbank zu verdanken, die unter dem Vorsitzenden Greenspan eine äusserst geschickte Geldpolitik führe. Populistisch gesinnte Beobachter gehen noch einen Schritt weiter. Sie behaupten, das amerikanische Beispiel widerlege die unter den Zentralbanken heute vorherrschende Auffassung, dass die Geldpolitik vor allem auf die Sicherung der Preisstabilität ausgerichtet werden sollte und sich nur beschränkt als Instrument der Konjunktursteuerung eigne. Die amerikanische Zentralbank demonstriere vor, wie man mit einer raffinierten Geldpolitik hohes Wirtschaftswachstum und Vollbeschäftigung erreichen könne, ohne die Preisstabilität nennenswert zu gefährden.

Solche Behauptungen beruhen indessen auf einer Fehlinterpretation der amerikanischen Geldpolitik. Die amerikanische Zentralbank führt zwar ohne Zweifel einen sehr geschickten Kurs. Dank der bemerkenswerten Flexibilität der amerikanischen Wirtschaft besitzt sie wahrscheinlich auch einen etwas grösseren Spielraum für konjunkturpolitische Feinsteuerung als andere Zentralbanken. Aber sie kann ebensowenig konjunkturpolitische Zauberstücke vollbringen wie die gewöhnlichen Sterblichen unter den Zentralbanken. Alle Geldpolitiker - ob in den USA und anderswo - stehen vor dem gleichen schwierigen Problem: Die Wirkungen der Geldpolitik auf Produktion und Preise sind äusserst langsam und ungenau. Die Zentralbanken müssen - als Folge der langen Verzögerung in den Wirkungen ihrer Massnahmen - vorausschauend handeln und Fehlentwicklungen, die eine geldpolitische Reaktion erfordern, möglichst frühzeitig erkennen. Wie wir alle wissen, zielen Wirtschaftsprognosen - selbst jene der Zentralbanken - nicht immer ins Schwarze. Da die Treffsicherheit von Prognosen zu wünschen übrig lässt, können auch die besten Zentralbanken nie die unangenehme Möglichkeit ausschliessen, dass sie auf Grund von Fehlprognosen falsche geldpolitische Entscheidungen treffen. Die Fehleranfälligkeit der Geldpolitik mahnt zu Bescheidenheit. Die Zentralbanken sind wohl beraten, wenn sie sich vor allem darum bemühen, die Grundrichtung des Preisniveaus stabil zu halten. Bekämpfen sie konsequent sowohl anhaltende Inflation als auch Deflation, leisten sie auch einen wichtigen Beitrag zur Stabilisierung der Konjunktur. Mit einer weitergehenden Feinsteuerung der Konjunktur und des Preisniveaus laufen sie indessen Gefahr, auf Fehlentwicklungen zu spät und unangemessen zu reagieren und damit der Wirtschaft einen schlechten Dienst zu erweisen. Sie werden selbst zum Problem, anstatt die Konjunktur wirksam zu stabilisieren.

Wenn die konjunkturelle Feinsteuerung mit beträchtlichen Risiken behaftet ist, weshalb war dann die amerikanische Zentralbank so erfolgreich? Nach meiner Meinung gründet ihr Erfolg vor allem in der Tatsache, dass sie ihre Geldpolitik in den Neunzigerjahren wesentlich konsequenter als früher auf die Bewahrung einer tiefen Inflation ausrichtete. Soweit sie auch Produktion und Beschäftigung zu stimulieren suchte, wurden ihre Bemühungen durch zwei unerwartete, aber günstige Entwicklungen unterstützt. Der erste günstige Umstand lag in einer kräftigen Zunahme des Angebots an Arbeitskräften, indem zahlreiche Menschen, die vorher nicht oder kaum einer Beschäftigung nachgegangen waren, auf den Arbeitsmarkt drängten. Auf diese Weise konnte das Realwachstum gesteigert werden, ohne dass ein nennenswerter Aufwärtsdruck auf die Löhne und Preise ausging. Eine analoge Wirkung entfaltete der unerwartete Anstieg der amerikanischen Produktivität, der - wie ich schon ausführte - das Realwachstum von 1997 bis 2000 auf über 4% anschnellen liess.

Es ist natürlich angenehm, wenn geldpolitischer Verstand mit einer guten Portion Glück angereichert wird. Aber es wäre vermessen, stets mit glücklichen Fügungen zu rechnen. Alle Zentralbanken kochen nur Wasser, selbst wenn Glück unsere Aufgabe manchmal erleichtert. Dies scheinen jene Analytiker vergessen zu haben, die glaubten oder immer noch glauben, die amerikanische Zentralbank besitze übernatürliche Kräfte, die ihr gestatten würden, die gegenwärtige Konjunkturflaute in kurzer Zeit zu überwinden. Die amerikanische Zentralbank reagierte - ich habe dies schon betont - rasch auf die wirtschaftliche Abkühlung und stellte grundsätzlich die richtigen geldpolitischen Weichen. Aber sie kann nicht zaubern. Empirische Untersuchungen deuten zwar darauf hin, dass Veränderungen der amerikanischen Geldpolitik das Realwachstum nach 6 bis 12 Monaten und das Preisniveau noch wesentlich später zu beeinflussen beginnen. Die Länge der Verzögerung kann aber im Laufe der Zeit stark schwanken. Deshalb besteht keine Gewähr, dass die wirtschaftliche Abkühlung rasch vorübergehen wird. Auch wenn noch keine Zeichen einer Wiederbelebung der amerikanischen Wirtschaft erkennbar sind, wird sich die expansive Geldpolitik - darüber besteht kaum ein Zweifel - früher oder später - positiv auf das Realwachstum auswirken.

Die Marktteilnehmer gebärden sich häufig ungeduldig, wenn die Geldpolitik bei drohenden Fehlentwicklungen nicht sofort wirkt. Sie sind dann rasch bereit zu argumentieren, der Konjunkturzyklus habe sich völlig geändert und die Geldpolitik sei nicht mehr gleich wirksam wie früher. Ich habe es während meiner über zwanzigjährigen Tätigkeit bei der Schweizerischen Nationalbank immer wieder erlebt, dass nach einer Verschärfung oder Lockerung der Geldpolitik viele Finanzanalytiker an der Schlagkraft der Geldpolitik zu zweifeln begannen, wenn die heiss ersehnten Wirkungen der von den Zentralbanken getroffenen Massnahmen auf sich warten liessen. Trotz der analytischen Unkenrufe traten die erhofften Wirkungen indessen unweigerlich ein. Diesen Tatbestand gilt es im Auge zu behalten, wenn auch gegenwärtig einmal mehr Schwarzmalerei auf den Plan treten, die uns weis machen wollen, die amerikanische Zentralbank sei am Ende ihres Lateins angelangt.

Der andere Grund, der die Zweifel an einer raschen Rückkehr der amerikanischen Wirtschaft auf den in den Neunzigerjahren massgebenden Wachstumspfad nährt, liegt in der

bemerkenswerten Entwicklung der Produktivität in den USA. Der Aufwärtssprung, den die amerikanische Produktivität Mitte der Neunzigerjahre vollführte war in der Tat eindrücklich und überraschte alle Beobachter. Anfänglich war unklar, ob es sich dabei um einen anhaltenden Anstieg der Produktivität handelte oder lediglich um ein konjunkturelles Phänomen, das mit dem Ende des wirtschaftlichen Aufschwungs wieder abklingen würde. Denn die Produktivität steigt normalerweise in der Expansionsphase des Konjunkturzyklus und sinkt wieder im Abschwung. Heute vertreten die meisten Experten die Meinung, ein beträchtlicher Teil des Produktivitätssprungs sei permanenter Natur und werde die gegenwärtige Konjunkturflaute überdauern. Ferner führen sie die Zunahme der Produktivität auf den massiv steigenden Einsatz von Informationstechnologie zurück. So ist unbestritten, dass die Unternehmen, die Computer-Hardware produzieren, einen besonders wichtigen Beitrag zum Produktivitätsanstieg leisten. Aber die Zunahme der Produktivität scheint auch in jenen Branchen ausgeprägt zu sein, die Informationstechnologie intensiv in ihrer Produktion anwenden. Dazu gehören vor allem der Grosshandel, die Wertschriften-Broker, die Transportindustrie, die Kommunikationsindustrie und die Produzenten dauerhafter Güter. Die Chancen stehen gut, dass die amerikanische Wirtschaft nach der Überwindung der gegenwärtigen Flaute zu einem vergleichsweise hohen Wachstum zurückfinden wird, selbst wenn die in den Jahren 1997 bis 2000 erreichten Raten eine Ausnahmeerscheinung darstellen sollten. Deshalb dürften die Vereinigten Staaten in der längeren Frist weiterhin als Wachstumsmotor für die Weltwirtschaft wirken.

1.2 Dollarkurs

Der Höhenflug, den der Dollar bis zum Sommeranfang vollführte, scheint zwar zu Ende zu sein, da die Märkte die amerikanischen Wirtschaftsaussichten - wie ich schon ausführte - pessimistischer beurteilen als noch vor kurzer Zeit. Aber der Dollar bleibt nach wie vor stark, vor allem auch gegenüber dem Euro und dem Schweizer Franken. Ist die Dollarstärke auf Grund der fundamentalen Wirtschaftsfaktoren gerechtfertigt? Niemand vermag diese Frage eindeutig zu beantworten, weil die Ökonomen in Bezug auf die Bestimmungsgründe der Wechselkurse weitgehend im Dunkeln tappen. Über sehr lange Zeiträume widerspiegelt die Entwicklung der nominalen Wechselkurse hauptsächlich die Inflationsdifferenzen zwischen den betroffenen Ländern. In der mittleren und kurzen Frist sind hingegen häufig andere Faktoren massgebend, wobei Erwartungen in Bezug auf die künftige Entwicklung der Realwirtschaft sowie finanzieller Grössen wie der Zinssätze und der Aktienkurse eine wichtige Rolle spielen. Die empirische Forschung ist indessen häufig nicht in der Lage, eine eindeutige Beziehung zwischen den Bewegungen der Wechselkurse und den erwähnten Bestimmungsfaktoren herzustellen.

Daher ist es nicht erstaunlich, dass die verschiedensten Erklärungen für die Dollarstärke angeboten werden. Einige empirische Untersuchungen kommen zu Schluss, die Dollarstärke könne zumindest teilweise mit dem vergleichsweise günstigen Verlauf der amerikanischen Produktivität erklärt werden. Dank ihrer Wirtschaftskraft entwickelten sich die Vereinigten Staaten in den Neunzigerjahren in der Tat zu einem Anziehungspunkt für Direktinvestitionen aus dem Ausland. Auch Schweizer Unternehmen investierten in grossem Umfang in den USA. Vor allem in den Jahren 1999 und 2000 stiegen die aus

der Schweiz stammenden Direktinvestitionen sprunghaft an. Der massive Kapitalzufluss trug dazu bei, dass der Dollar trotz erheblicher amerikanischer Leistungsbilanzdefizite stark blieb. Neben der Produktivitätsentwicklung dürften die vergleichsweise günstigen Rahmenbedingungen, unter denen die amerikanischen Unternehmen arbeiten können, dem Dollar zusätzlichen Auftrieb verliehen haben. Zu den günstigen Rahmenbedingungen gehört - um nur einen Faktor zu nennen - der im Gegensatz zu vielen europäischen Ländern flexible amerikanischen Arbeitsmarkt.

Andere Gründe, die für die Dollarstärke herangezogen werden, sind dagegen weniger plausibel. So wurde lange Zeit die Phasenverschiebung in der amerikanischen und europäischen Konjunktur für den Anstieg des Dollars gegenüber dem Euro verantwortlich gemacht. Viele Finanzanalytiker waren deshalb überzeugt, dass der Dollar im Zuge der amerikanischen Konjunkturabschwächung wieder an Wert verlieren werde. Möglicherweise wäre eine solche Entwicklung sogar eingetreten, wenn sich Europa dem Banne der amerikanischen Abschwächung hätte entziehen können. Völlig abwegig finde ich jene Erklärungen, welche die "Schuld" an der Dollarstärke bzw. der Euroschwäche der Europäischen Zentralbank in die Schuhe schieben. So wird behauptet, die EZB führe eine intransparente Geldpolitik, welche die Märkte verunsichere und damit das Vertrauen in den Euro untergrabe. Die EZB meistert ohne Zweifel eine schwierige Aufgabe, da sie ihren Kurs in einem völlig neuen Umfeld, dem einheitlichen europäischen Geld- und Kapitalmarkt, steuern muss. Deshalb ist es nicht erstaunlich, dass ihre Geldpolitik vor allem im Anfangsstadium des Euro zahlreiche Fragen aufwarf. Der grösste Teil der an die Adresse der EZB gerichteten Kritik ist indessen unangebracht. Die EZB hat ihren Auftrag, die Preisstabilität im Eurogebiet zu bewahren, bisher weitgehend erfüllt. Sie unternimmt auch grosse Anstrengungen, ihre Politik einer breiten Öffentlichkeit zu erläutern. Ebenso unsinnig sind jene Erklärungen, die den Akzent auf Verlautbarungen von Politikern und Vertretern der Zentralbanken zum richtigen Wechselkurs legen. Sind solche Verlautbarungen nicht mit Taten verknüpft, beeinflussen sie die Wechselkurse bestenfalls für einige Minuten, Stunden oder Tage.

Somit dürfte der künftige Verlauf des Dollarkurses gegenüber dem Euro wesentlich von der weiteren Entwicklung der Produktivkraft der amerikanischen Wirtschaft im Vergleich zu jener Europas abhängen. Ich kann aber nicht genug betonen, wie wenig wir über die Gründe der kurz- und mittelfristigen Bewegungen des Wechselkurses wissen. Ich werde auf diesen Punkt am Schluss meines Referats zurückkommen und jetzt auf die Lage in der Schweiz zu sprechen kommen.

2. Die Lage in der Schweiz

2.1 Entwicklung von Produktion und Beschäftigung

Die schweizerische Wirtschaft durchlief von 1991 bis 1996 eine schwierige Zeit. In diesen sechs Jahren blieb das reale Bruttoinlandsprodukt tendenziell unverändert und die Arbeitslosigkeit nahm stark zu. Verschiedene Faktoren waren für diese wirtschaftliche Stagnation verantwortlich. Die Schweizerische Nationalbank sah sich Ende der Achtzigerjahre gezwungen, mit einer restriktiven Geldpolitik einem Inflationsanstieg entgegen-

genzutreten. Dazu gesellten sich strukturelle staatliche Haushaltsdefizite, welche die Schweiz während des Booms der Achtzigerjahre angehäuften hatte und die drastische Sanierungsmassnahmen erforderten. Die wirtschaftliche Stagnation ging mit einem ausgeprägten Strukturwandel einher, der den industriellen Sektor erheblich schrumpfen liess und sowohl Arbeitgeber als auch Arbeitnehmer vor grosse Herausforderungen stellte. Nachdem die Inflation ihren Höhepunkt erreicht hatte, lockerte die Nationalbank ihre Geldpolitik 1992 und 1993 wieder. Gleichzeitig begann sich der Schweizer Franken, der während längerer Zeit zur Schwäche geneigt hatte, am Devisenmarkt erneut aufzuwerten. Aus Sicht der Nationalbank war eine beschränkte Aufwertung erwünscht, da sie dazu beitrug, den Preisauftrieb zu mässigen. In den Jahren 1994 und 1995 stieg der Franken indessen vor allem gegenüber dem Dollar und der Lira in einem Ausmass, das der schweizerischen Exportindustrie ernsthafte Schwierigkeiten bereitete. Dazu kam eine Abkühlung der Konjunktur in unseren Nachbarländern, sodass sich die wirtschaftliche Erholung der schweizerischen Wirtschaft weiter hinauszögerte. Die Nationalbank reagierte auf diese Entwicklung mit einer erneuten Lockerung der Geldpolitik im Frühjahr 1995. Bis zum Jahresende liess sie die inländischen Geldmarktsätze auf 2% sinken (Abbildung 1).

Die expansive Geldpolitik und eine Konjunkturbelebung in unseren Nachbarländern bewirkten, dass die schweizerische Wirtschaft Ende 1996 wieder zu wachsen begann. Die Nationalbank unterstützte die Wende zum Besseren, indem sie die Geldmarktzinsen bis Anfang 1999 auf rund 1% fallen liess. Sie war mit dieser Politik bestrebt, den Wechselkurs des Frankens auf einem Niveau zu halten, der die wirtschaftliche Erholung der schweizerischen Wirtschaft nicht gefährdete. Der Konjunkturaufschwung, der Ende 1996 eingesetzt hatte, verlief freilich nicht gradlinig. In der zweiten Hälfte 1997 und der ersten Hälfte 1998 erzielte die schweizerische Wirtschaft sehr hohe Wachstumsraten. Darauf folgte – bedingt durch die Asienkrise – eine abrupte Verlangsamung des Geschäftsgangs. Schon im Herbst 1999 beschleunigte sich das Wachstum der schweizerischen Wirtschaft wieder, verringerte sich aber im zweiten Halbjahr 2000 als Folge der Abschwächung in den USA erneut. Es ist gegenwärtig schwierig, die wirtschaftlichen Aussichten der Schweiz und anderer Länder zu beurteilen. Dennoch stechen zwei Tatbestände ins Auge.

Zum einen hängt das wirtschaftliche Geschehen in der Schweiz stark von der Konjunkturentwicklung im Ausland ab. Dabei sind nicht nur die wirtschaftlichen Vorgänge in der uns umgebenden Europäischen Union massgebend. Auch die Einflüsse, die von den Vereinigten Staaten und von Asien ausgehen, verdienen Beachtung. Wir dürfen nicht vergessen, dass die wirtschaftliche Verflechtung der Schweiz mit der EU auf der Importseite wesentlich ausgeprägter ist als auf der Exportseite. Im Jahre 2000 stammten fast 80% der schweizerischen Güterimporte aus der EU, während der entsprechende Anteil für die Exporte mit 60% deutlich tiefer lag. Knapp 12% der schweizerischen Exporte fanden den Weg in die Vereinigten Staaten – nach Deutschland mit einem Anteil von 22% unser zweitwichtigster Handelspartner – und ebenfalls 12% gingen nach Ostasien.

Zum andern scheint sich die Wirtschaft in der Schweiz gegenwärtig etwas weniger stark abzuschwächen als in Deutschland. Dazu kommt, dass die Inflation in der Schweiz mit gut 1% erheblich unter dem Niveau sowohl des Eurogebiets als auch Deutschlands liegt. Diese immer noch erfreulichen wirtschaftlichen Eckdaten widerspiegeln wahrscheinlich den schon erwähnten Gewinn an schweizerischer Wettbewerbskraft. Wir hoffen natürlich, dass die vergleichsweise günstige Verfassung der schweizerischen Wirtschaft in den kommenden Monaten weiterhin Bestand haben wird.

2.2 Geldpolitik, Zinssätze und Wechselkurs

Unmittelbar vor und nach der Einführung des Euro war in der Schweiz die Befürchtung weit verbreitet, der Übergang zur neuen gemeinsamen Währung werde an den Devisenmärkten Unruhe stiften und zu einer für unsere Wirtschaft schädlichen Frankenaufwertung führen. Deshalb orientierte sich die Nationalbank am Wechselkurs und war bestrebt, die Relation zum Euro stabil zu halten. Mit der sukzessiven Erholung der schweizerischen Wirtschaft wurde die Ausrichtung auf den Wechselkurs zunehmend problematisch, da diese mit der eigentlichen Aufgabe der Nationalbank, das Preisniveau stabil zu halten, nicht mehr in Einklang stand. Schon im Herbst 1999 hatte die Nationalbank die Geldpolitik gestrafft, um einer drohenden Inflationsgefahr zuvorzukommen. Ende 1999 änderte sie ihr geldpolitisches Konzept. Sie gab die Geldmengenziele, die sie bisher festgelegt hatte, auf und ging dazu über, ihre geldpolitischen Entscheide grundsätzlich auf Inflationsprognosen abzustützen. Gleichzeitig stellte sie klar, dass sie die Preisstabilität nach wie vor als das Hauptziel der schweizerischen Geldpolitik betrachte. Nachdem sie ihren Kurs im Frühjahr 2000 weiter verschärft und die Zinsen am schweizerischen Geldmarkt angehoben hatte (Abbildung 1), begann sich auch der Wechselkurs des Frankens gegenüber dem Euro wieder zu bewegen. Bis zum Herbst 2000 stieg der Franken sowohl nominell als auch real gegenüber dem Euro deutlich (Abbildung 2). Seither verhält er sich vor allem nominell ziemlich stabil, während er real - als Folge der vergleichsweise tiefen Inflation in der Schweiz - wieder etwas sinkt. Im März 2001 nahm die Nationalbank die Geldmarktzinsen angesichts der sich abzeichnenden wirtschaftlichen Abschwächung wieder etwas zurück, ohne dass dies einen nennenswerten Einfluss auf die Franken/Euro-Relation ausübte.

Die Stabilität dieser Relation lässt viele Marktteilnehmer immer wieder vermuten, die Schweiz habe ihre geldpolitische Autonomie über Bord geworfen und de facto den Wechselkurs des Frankens gegenüber dem Euro fixiert. Davon kann indessen keine Rede sein. Die Schweiz würde mit einer Anlehnung an den Euro vielmehr zwei wichtige Vorteile ihrer geldpolitischen Autonomie verlieren.

Die Schweiz profitiert - erstens - von Zinssätzen, die auf einem tieferen Niveau liegen als irgendwo in Europa. Die Abbildung 1 zeigt, dass die Geldmarktzinsen in der Schweiz in den letzten Jahren um 1½ - 2 Prozentpunkten unter jenen des Eurogebiets bzw. Deutschlands lagen. Für die langfristigen Zinsen gelten ähnliche Konstellationen. Trotz freien Kapitalverkehrs und unbeschränkter Möglichkeiten der Arbitrage besteht dieser Zinsunterschied zumindest im Bereich der langfristigen Aktiven seit langer Zeit. Die einzige plausible Erklärung für das vergleichsweise tiefe schweizerische Zinsniveau liegt

in der stabilitätsorientierten autonomen Geldpolitik der Nationalbank. Offensichtlich betrachten viele Anleger den Schweizer Franken als attraktive Alternative zum Euro, Dollar und zu anderen wichtigen Währungen. Sie sind bereit, für die vermehrte Diversifikation ihrer Risiken, die mit dem Einschluss des Schweizer Frankens in ihren Portfeuille verbunden ist, einen Verlust an Rendite hinzunehmen. Verzichtete die Schweiz auf ihre geldpolitische Autonomie und fixierte sie ein für alle Mal den Frankenkurs gegenüber dem Euro, entfiel für die Anleger der Anreiz, einen Teil ihrer Vermögen in Schweizer Franken zu halten. Der Schweizer Franken würde zu einem vollkommenen Substitut für den Euro. Unter diesen Umständen würde die Arbitrage auf den Finanzmärkten für eine völlige Angleichung der schweizerischen Zinssätze an jene des Eurogebiets sorgen. Das tiefe schweizerische Zinsniveau - ein wichtiger Wettbewerbsvorteil unseres Landes - ginge damit verloren.

Der Verlust der geldpolitischen Autonomie wäre mit einem zweiten Nachteil verbunden. Mit der völligen Angleichung der Zinssätze an jene des Eurogebiets würde die schweizerische Geldpolitik fortan von der Europäischen Zentralbank bestimmt. Damit schwände die Möglichkeit, einen auf die Bedürfnisse der Schweiz zugeschnittenen geldpolitischen Kurs zu steuern. Ich bin mir natürlich bewusst, dass die konjunkturelle Entwicklung in der Schweiz zumeist ähnlich verläuft wie im Eurogebiet. Deshalb steuert die Nationalbank in der Regel auch einen ähnlichen Kurs wie die EZB. Die Notwendigkeit, eine autonome Geldpolitik zu führen, hält sich damit in Grenzen. Dennoch liegt der Teufel in der Geldpolitik wie auch auf anderen Gebieten im Detail. So war die Nationalbank angesichts der raschen Erholung der schweizerischen Wirtschaft froh, dass sie die Möglichkeit besass, Ende 1999 und Anfang 2000 die geldpolitischen Zügel rascher und entschiedener zu straffen als die EZB.

Eine stärkere Anlehnung an den Euro drängt sich somit aus geldpolitischer Sicht nicht auf. Auch die Einführung des Euro-Bargeldes Anfang 2002 wird daran nichts ändern. Freilich wird die Frage, ob die Schweiz an ihrer geldpolitischen Autonomie festhalten sollte, nicht in erster Linie auf Grund wirtschaftlicher Kriterien entschieden. Sie hängt vielmehr eng mit der fundamentalen Frage zusammen, wie die Schweiz ihre Beziehungen zur Europäischen Union auf die Länge gestalten wird. Sollte sie früher oder später beschliessen, der EU beizutreten, würde dies mit grosser Wahrscheinlichkeit einen Beitritt zum Eurosystem nach sich ziehen. Solange die Schweiz ausserhalb der EU verbleibt, wird die Nationalbank weiterhin ihre traditionelle Rolle spielen: Sie wird ihren Auftrag so gut als möglich erfüllen und sich bemühen, der Öffentlichkeit eine sichere und stabile Währung zur Verfügung zu stellen.

Ich möchte mein Referat mit einer Bemerkung zum Dollarkurs schliessen. Wie ich schon ausführte dürfte die Entwicklung der Produktivkraft der USA im Verhältnis zu jener Europas einen wesentlichen Einfluss auf den Wechselkurs des Dollars gegenüber dem Euro und dem Schweizer Franken ausüben. Sollte auch in Europa das Wachstum der Produktivität zunehmen, dürfte dies dem Euro neuen Auftrieb verleihen. Freilich bestehen zumindest für das Eurogebiet keine Anzeichen einer Beschleunigung der Produktivität als Folge des Einsatzes von Informationstechnologie. In der Schweiz hat zwar die Produktivität in der jüngsten Vergangenheit zugenommen, aber wir wissen noch nicht, ob es

sich dabei um mehr als ein konjunkturelles Phänomen handelt. Die Unterschiede zwischen Europa und den USA mögen teilweise damit zusammenhängen, dass die in unserem Kontinent die Herstellung von Computer-Hardware, die einen wesentlichen Beitrag zur Produktivkraft der amerikanischen Wirtschaft leistet, keine grosse Rolle spielt. Somit dürfte sich das in der Abbildung 3 gezeichnete Bild nicht so rasch ändern. Auch die Mängel in der Flexibilität der europäischen Wirtschaft sind nicht dazu angetan, den Euro zu stärken. Die Schweiz hat gegenüber dem Eurogebiet zumindest den Vorteil, dass sie über einen flexiblen Arbeitsmarkt verfügt. Aber auch bei uns gibt es noch viel zu tun, um die Produktivkraft unserer Wirtschaft dauernd zu verbessern.

Abbildung 1

Interbanksatz (Libor) 3 Monate

In Prozent

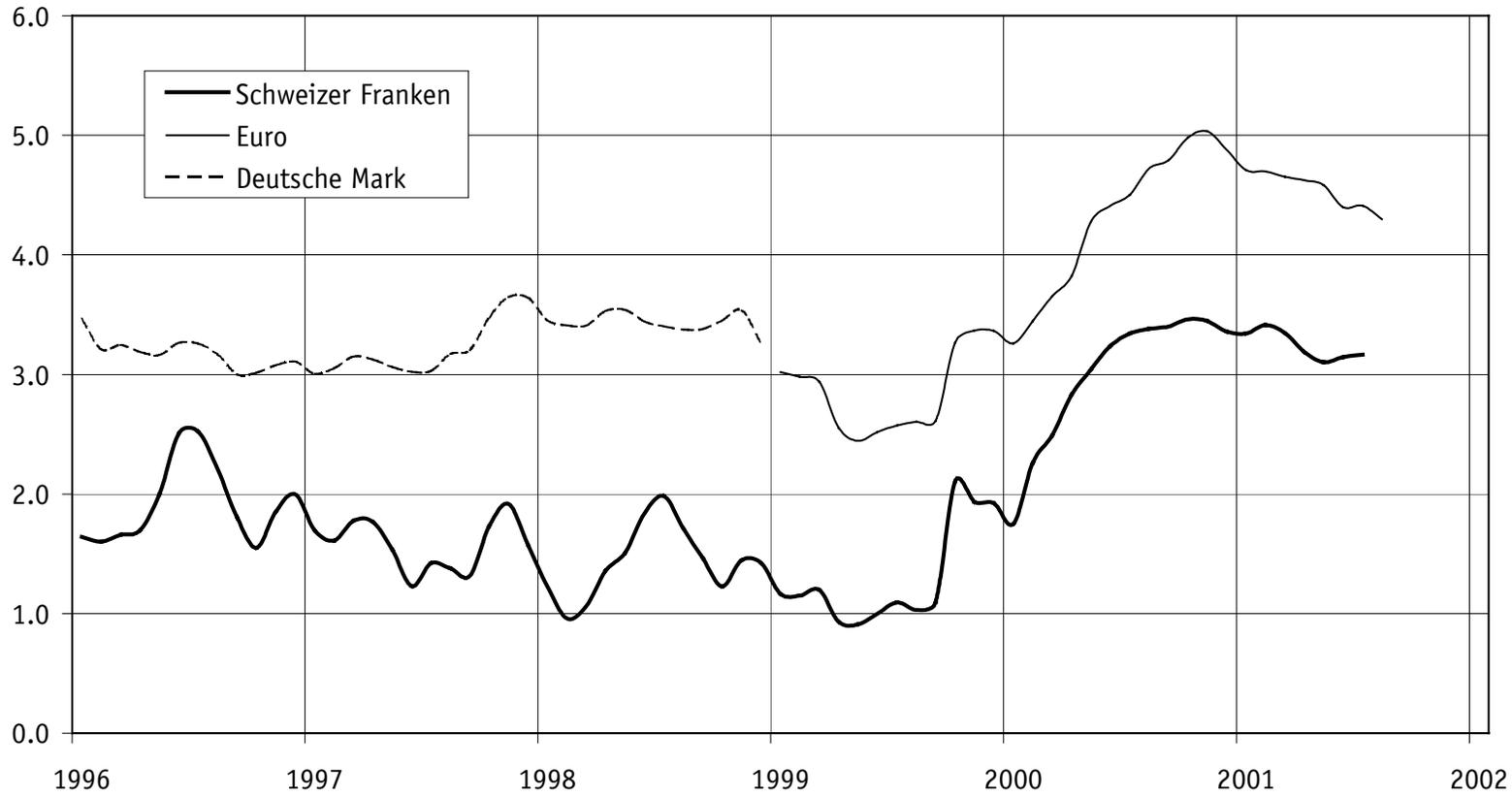


Abbildung 2

Wechselkursindex des Schweizer Frankens

Januar 1999 = 100

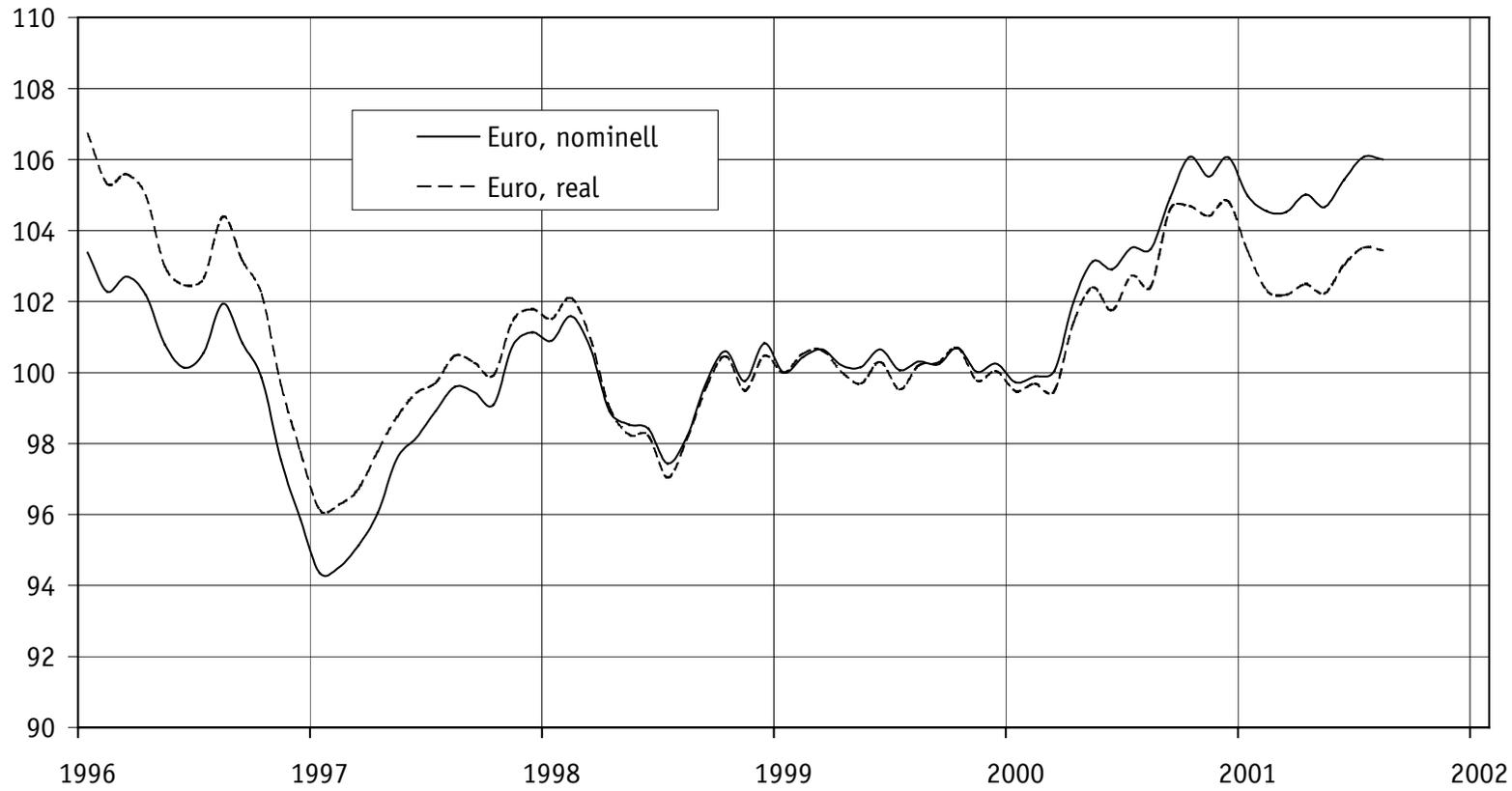


Abbildung 3

Wechselkursindex des Schweizer Frankens

Januar 1999 = 100

