

2

Juni

1998

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK  
BANQUE NATIONALE SUISSE  
BANCA NAZIONALE SVIZZERA  
BANCA NAZIONALE SVIZRA ☒

Quartalsheft



# Schweizerische Nationalbank Quartalsheft

Juni

2/1998

16. Jahrgang

## Inhalt

4	Übersicht
5	Sommaire
6	Sommario
7	Abstracts
8	<b>Geldpolitische Schlussfolgerungen</b>
10	<b>Wirtschafts- und Währungslage</b>
11	1 Internationale Rahmenbedingungen
11	1.1 Konjunktur
12	1.2 Monetäre Entwicklung
13	1.3 Krise in Ostasien
13	1.4 Konjunkturaussichten
15	2 Monetäre Entwicklung
15	2.1 Geldaggregate
17	2.2 Kredite und Kapitalmarkt
19	2.3 Zinsen
21	2.4 Wechselkurse
22	3 Gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Produktion
22	3.1 Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion
25	3.2 Aussenhandel und Ertragsbilanz
28	3.3 Investitionen
29	3.4 Konsum
30	4 Arbeitsmarkt
30	4.1 Beschäftigung
30	4.2 Arbeitslosigkeit
32	5 Preise
32	5.1 Konsumentenpreise
32	5.2 Preise des Gesamtangebots
33	5.3 Teuerungsaussichten
34	<b>Eröffnungsansprache an der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank vom 24. April 1998</b> von Jakob Schönenberger
38	<b>Referat an der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank vom 24. April 1998</b> von Hans Meyer
44	<b>Strukturelle Arbeitslosigkeit und Inflation in der Schweiz</b> von Attilio Zanetti
58	<b>Geld- und währungspolitische Chronik</b>

# Übersicht

## **Geldpolitische Schlussfolgerungen (S. 8)**

Die Nationalbank erachtet den gegenwärtigen geldpolitischen Kurs als angemessen. Sie rechnet damit, dass das reale Bruttoinlandprodukt in absehbarer Zeit im bisherigen Rhythmus von 2% wachsen wird. Das erwartete stärkere Geldmengenwachstum stellt für die Preisstabilität keine Gefahr dar. Es dürfte sich bald wieder auf ein Ausmass zurückbilden, das mit der mittel- und langfristigen Preisstabilität vereinbar ist. Eine Überprüfung des geldpolitischen Kurses würde sich dann aufdrängen, falls sich der konjunkturelle Aufschwung wider Erwarten stark beschleunigen würde. Weiterhin gilt es, die Entwicklung des Frankenkurses im Auge zu behalten.

## **Wirtschafts- und Währungslage (S. 10)**

Die monetäre Entwicklung in der Schweiz war zu Beginn des Jahres 1998 durch eine Wiedererstarke des Frankens geprägt. Die Nationalbank wirkte dieser im Februar mit einer starken Ausweitung der Liquidität entgegen. Dies widerspiegelte sich in einem vorübergehend starken Anstieg der Giroguthaben der Banken und damit auch der Notenbankgeldmenge. Gleichzeitig bildeten sich die kurz- und langfristigen Zinssätze zurück. Im März normalisierte sich die Wechselkurslage, und die Zinssätze zogen leicht an. Während die Notenbankgeldmenge im ersten Quartal etwas stärker stieg als in der Vorperiode, blieb das Wachstum der Geldmenge  $M_3$  schwach.

Das reale Bruttoinlandprodukt lag im ersten Quartal um 2,4% über dem Vorjahresstand. Die günstige Konjunktur in den Industrieländern bildete weiterhin eine wichtige Wachstumsstütze. Infolge der Asienkrise schwächte sich aber das Exportwachstum ab. Dagegen gingen von der Binnenachfrage stärkere Impulse aus. Dies widerspiegelte sich in kräftig steigenden Importen. Die Beschäftigung übertraf erstmals seit zwei Jahren ihren Vorjahresstand, und die Arbeitslosenquote bildete sich weiter zurück. Die Konsumentenpreise blieben in den ersten fünf Monaten stabil.

## **Generalversammlung der Aktionäre (S. 34)**

Der Präsident des Bankrats, Jakob Schönenberger, befasste sich in seiner Eröffnungsansprache mit dem Strukturwandel im schweizerischen Bankensektor. Die Abschaffung kartellistischer Praktiken und die Abschwächung der Konjunktur Ende

der achtziger Jahre machten die ungesunden Strukturen, die sich in der Wirtschaft und im Bankgewerbe herangebildet hatten, sichtbar. Besonders schwerwiegend wirkte sich der drastische Rückgang der Immobilienpreise aus, der die Banken in den Jahren 1991 bis 1996 zu hohen Abschreibungen auf inländischen Krediten und zu schmerzhaften Korrekturen der Geschäftspolitik zwang. Die hohe Kadenz des Wandels im Finanzsektor stellt auch die in diesem Bereich tätigen Behörden vor grosse Herausforderungen.

Der Präsident des Direktoriums, Hans Meyer, ging auf die wichtigsten Entwicklungen im Bereich der Geldpolitik ein. Die konjunkturelle Erholung war im Jahre 1997 immer noch schwach. Die Hauptsorge galt daher der Wechselkursentwicklung. Die Nationalbank wirkte der Frankenaufwertung im Gefolge der ostasiatischen Krise entgegen. Die Reform der Währungsverfassung kam wichtige Schritte voran. Der vom Bundesrat erarbeitete Vorschlag zum neuen Geld- und Währungsartikel stiess auf überwiegend positives Echo. Im Bereich des Bargeldes verlangte die zunehmende Konzentration der Bargeldflüsse eine Zusammenlegung der Bargeldverarbeitung an vier Standorten. Gemäss einer neuen Vereinbarung mit dem Bundesrat wird die Nationalbank in den Jahren 1998–2002 die Gewinnausschüttung auf jährlich 1,5 Mrd. Franken erhöhen.

## **Strukturelle Arbeitslosigkeit in der Schweiz (S. 44)**

Die strukturelle oder natürliche Arbeitslosenquote stellt diejenige Arbeitslosigkeit dar, bei der vom Arbeitsmarkt her kein Druck in Richtung höherer oder tieferer Inflation ausgeht. In diesem Aufsatz wird die Höhe der strukturellen Arbeitslosigkeit in der Schweiz geschätzt und geprüft, ob sich daraus nützliche Informationen für die Nationalbank ergeben. Es kommen zwei Ansätze zur Anwendung, nämlich die Beveridge-Kurve und die um die Erwartungen erweiterte Phillipskurve, mit der die NAIRU berechnet wird. Die geschätzte strukturelle Arbeitslosenquote bewegt sich in einem grossen Streubereich, was ihre geldpolitische Verwendbarkeit stark beeinträchtigt. Beide Schätzmethoden zeigen aber, dass sie seit Mitte der achtziger Jahre gestiegen ist. Der stärkste Anstieg fand während der letzten Rezession statt.

## **Conclusions de politique monétaire (p. 8)**

La Banque nationale estime que sa politique monétaire est appropriée et que le produit intérieur brut réel continuera, dans le proche avenir, de croître à un rythme de 2%. L'accélération attendue de la croissance des agrégats monétaires ne met pas la stabilité des prix en danger. Elle ne sera probablement que temporaire. La progression des agrégats devrait donc retrouver un rythme compatible avec la stabilité des prix à moyen et long terme. Un réexamen du cours de la politique monétaire s'imposerait toutefois si, contre toute attente, l'activité économique devait s'accélérer fortement. Il convient toujours de suivre attentivement l'évolution du cours du franc.

## **Situation économique et monétaire (p. 10)**

En Suisse, le début de l'année a été marqué par un nouveau raffermissement du franc. La Banque nationale a réagi en accroissant sensiblement les liquidités, en février, d'où une forte hausse des avoirs en comptes de virements et, partant, de la monnaie centrale. Les taux d'intérêt se sont alors repliés. En mars, une normalisation a été observée dans les relations de change, et les taux d'intérêt ont augmenté légèrement. D'un trimestre à l'autre, la croissance de la monnaie centrale s'est quelque peu accélérée, mais la progression de la masse monétaire  $M_3$  est restée faible.

Au premier trimestre, le produit intérieur brut réel dépassait de 2,4% son niveau de la période correspondante de 1997. L'économie suisse a bénéficié de la conjoncture favorable dans les pays industrialisés. L'expansion des exportations a toutefois faibli du fait de la crise asiatique. En revanche, des impulsions plus fortes sont venues de la demande intérieure. Elles se sont traduites notamment par des importations accrues. En comparaison annuelle, l'emploi a augmenté, ce qui n'avait plus été observé depuis deux ans. En outre, le taux de chômage a continué à se replier. Quant aux prix à la consommation, ils sont restés stables au cours des cinq premiers mois de l'année.

## **Assemblée générale des actionnaires (p. 34)**

Dans son allocution, M. Jakob Schönenberger, président du Conseil de banque, a commenté les mutations structurelles dans le secteur bancaire suisse. Le démantèlement de pratiques cartellaires et l'affaiblissement de la conjoncture à la fin des

années quatre-vingt ont mis au jour des structures malsaines au sein de l'économie et du secteur bancaire. La chute des prix dans l'immobilier a engendré de lourdes répercussions. Ainsi, les banques ont dû opérer de substantiels amortissements sur leurs crédits en Suisse et de douloureuses adaptations dans leur politique commerciale. En outre, les mutations rapides dans le secteur financier placent les autorités concernées face à de sérieux défis.

M. Hans Meyer, président de la Direction générale, a rappelé quelques évolutions majeures. La reprise de la conjoncture, soutenue essentiellement par les exportations, était encore faible en 1997. Aussi les cours de change ont-ils particulièrement retenu l'attention. La Banque nationale a contrecarré la fermeté qui a caractérisé le franc dans le sillage de la crise asiatique. En ce qui concerne la réforme des dispositions constitutionnelles sur la monnaie, d'importantes étapes ont été franchies; l'article sur la monnaie, tel qu'il est proposé par le Conseil fédéral, a été généralement bien accueilli. Dans le domaine du numéraire, les tendances observées ont amené la Banque nationale à prévoir une concentration sur quatre implantations du contrôle et du tri des billets de banque et des pièces. Enfin, selon une nouvelle convention conclue avec le Conseil fédéral, la distribution des bénéfices de la Banque nationale au titre des exercices 1998 à 2002 passera à 1,5 milliard de francs par an.

## **Chômage structurel et inflation en Suisse (p. 44)**

Le taux de chômage est à son niveau structurel ou naturel quand il n'en résulte aucune pression, à la hausse ou à la baisse, sur l'inflation. L'article tente d'estimer le taux de chômage structurel en Suisse et d'en évaluer l'utilité pour la conduite de la politique monétaire. Deux méthodes sont appliquées. L'une repose sur la courbe de Beveridge et l'autre, sur une courbe de Phillips complétée des anticipations inflationnistes, ce qui permet de calculer le NAIRU. Les estimations ainsi obtenues souffrent d'un degré significatif d'imprécision, d'où un contenu informatif réduit pour l'institut d'émission. Les calculs montrent néanmoins que le socle du chômage structurel a augmenté depuis le milieu des années septante, en particulier au cours de la dernière récession.

### **Conclusioni di politica monetaria (p. 8)**

La Banca Nazionale considera appropriata la politica monetaria attualmente condotta e conta nei prossimi tempi su una crescita del prodotto interno lordo reale del 2%. Il previsto aumento del tasso di crescita della massa monetaria non rappresenta un rischio per la stabilità dei prezzi. In breve tempo, esso dovrebbe infatti tornare ad un livello compatibile con la stabilità dei prezzi a medio e lungo termine. Una verifica dell'attuale politica monetaria si renderebbe necessaria nel caso in cui la ripresa congiunturale dovesse inaspettatamente subire un'accelerazione. In questo contesto occorrerà seguire con attenzione l'andamento del corso della nostra moneta.

### **Situazione economica e monetaria (p. 10)**

L'inizio del 1998 è stato caratterizzato da un nuovo apprezzamento del franco, al quale la Banca nazionale ha opposto, in febbraio, una forte espansione della liquidità. Quest'ultima si è rispecchiata in un'impennata temporanea degli averi in conto giro delle banche e quindi anche della base monetaria. Simultaneamente, i tassi d'interesse a breve e a lungo termine si sono ridotti. In marzo, la situazione dei cambi si è normalizzata e i tassi d'interesse hanno ripreso leggermente quota. Mentre la base monetaria ha registrato, durante il primo trimestre, un aumento lievemente superiore a quello del trimestre precedente, la crescita della massa monetaria  $M_3$  è rimasta modesta.

Nel primo trimestre, il prodotto interno lordo reale ha superato del 2,4% il livello dell'anno precedente. La congiuntura favorevole nei paesi industrializzati ha costituito un sostegno per la crescita. In seguito alla crisi asiatica, l'aumento delle esportazioni è tuttavia rallentato. Dalla domanda interna sono invece provenuti impulsi più forti, rispecchiatisi in una vigorosa crescita delle importazioni. Per la prima volta da due anni, l'occupazione è risultata superiore al livello dell'anno precedente e la quota di disoccupazione si è ulteriormente ridotta. I prezzi al consumo sono rimasti stabili durante i primi cinque mesi.

### **Assemblea generale degli azionisti (p. 34)**

Nel suo discorso d'apertura, il presidente del consiglio di banca, Jakob Schönenberger, ha commentato le modifiche strutturali in atto nel sistema bancario svizzero. L'abolizione dei cartelli e l'inde-

bolimento congiunturale della fine degli anni ottanta hanno rivelato le strutture malsane del sistema economico e del settore bancario. Particolarmente gravi sono state le ripercussioni del drastico calo dei prezzi sul mercato immobiliare, che ha obbligato le banche a operare ammortamenti considerevoli sui crediti verso debitori svizzeri e correzioni dolorose della loro politica aziendale. Il ritmo frenetico dei cambiamenti intervenuti nel settore finanziario ha costituito una sfida importante anche per le autorità attive in quest'ambito.

Il presidente della direzione generale, Hans Meyer, ha ricordato gli sviluppi più importanti nell'ambito della politica monetaria. Nel 1997 la ripresa congiunturale è rimasta debole. La preoccupazione principale riguardava perciò il tasso di cambio. La Banca nazionale si è opposta all'apprezzamento del franco che ha fatto seguito alla crisi asiatica. La riforma della costituzione monetaria ha fatto progressi importanti. La proposta del Consiglio federale per un nuovo articolo sulla politica monetaria ha ottenuto un'eco prevalentemente positiva. Per quanto riguarda il denaro contante, la crescente concentrazione dei flussi ha reso necessario riunire in soli quattro punti il suo trattamento. Conformemente ad una nuova intesa con il Consiglio federale, la Banca nazionale aumenterà a 1,5 miliardi di franchi la parte dell'utile versata negli anni 1998 a 2002.

### **Disoccupazione strutturale e inflazione in Svizzera (p. 44)**

Il tasso di disoccupazione strutturale (o naturale) rappresenta il livello di disoccupazione che non genera pressioni inflazionistiche o deflazionistiche. Questo articolo cerca di fornire delle stime del tasso di disoccupazione strutturale e di valutare la loro utilità ai fini della politica monetaria. A questo scopo vengono impiegati due metodi: la curva di Beveridge e una curva di Phillips che include le anticipazioni dell'inflazione e che permette il calcolo del NAIRU. Le stime del tasso di disoccupazione strutturale soffrono di una notevole imprecisione che ne riduce il contenuto informativo per l'istituto d'emissione. Malgrado ciò, lo studio mette in evidenza che c'è stata una progressione della disoccupazione strutturale dalla metà degli anni settanta. Un aumento particolarmente netto ha avuto luogo a seguito della più recente recessione.

### **Conclusions for monetary policy (p. 8)**

The Swiss National Bank considers the present course of monetary policy adequate. It expects real gross domestic product to grow at the current rate of 2% in the foreseeable future. The anticipated stronger expansion of the money supply does not jeopardise price stability. It should soon be back at a level that is compatible with medium- and long-term price stability. A review of the National Bank's monetary policy course would become necessary if the economic upswing accelerated more markedly than expected. An eye must also continue to be kept on the development of the Swiss franc rate.

### **Economic and monetary developments (p. 10)**

At the beginning of 1998 the monetary situation in Switzerland was characterised by a renewed firming of the Swiss franc. The National Bank counteracted this development in February by considerably expanding liquidity. This led to a temporary strong rise in the banks' sight deposits at the National Bank, and concomitantly in the monetary base. At the same time, short- and long-term interest rates declined. In March the exchange rate situation returned to normal, and interest rates moved up slightly. While the monetary base expanded somewhat more markedly in the first quarter than in the previous period, the growth of the money stock  $M_3$  remained weak.

Real gross domestic product exceeded the previous year's level by 2.4% in the first quarter. The favourable economic situation in the industrialised countries continued to be a mainstay of growth. In the wake of the Asian crisis, however, exports grew at a slower pace. By contrast, stronger stimuli emanated from domestic demand. This was reflected by the vigorous rise in imports. For the first time in two years employment figures topped the previous year's level, and the jobless rate continued to fall. Consumer prices remained stable in the first five months of the year.

### **General Meeting of Shareholders (p. 34)**

In his opening speech the President of the Bank Council, Jakob Schönenberger, dealt with structural change in the Swiss banking sector. The abolition of cartel practices and the slackening of economic activity at the end of the eighties made visible the unsound structures that had established

themselves in the economy and in the banking industry. A particularly serious factor was the drastic fall in real estate prices, which forced the banks, between 1991 and 1996, into massive write-offs on domestic loans and to make painful adjustments to their business policies. The rapid pace of change in the financial sector also poses considerable challenges for the responsible authorities.

The Chairman of the Governing Board, Hans Meyer, addressed the principal developments in the field of monetary policy. The economic recovery was still weak in 1997. The chief concern therefore was the development of exchange rates. The National Bank counteracted the appreciation of the Swiss franc set off by the crises in East Asia. The reform of the monetary constitution made considerable progress. The proposal for a new article on money and currency drawn up by the Federal Council met with a largely positive response. In the cash sector, the growing concentration of currency flows called for a reduction of cash processing centres to four locations. Following a new agreement with the Federal Council, the National Bank will increase its profit distribution in the period 1998–2002 to an annual CHF 1.5 billion.

### **Structural unemployment and inflation in Switzerland (p. 44)**

The structural (or natural) unemployment rate represents the rate that is free of inflationary or disinflationary pressures. This article tries to estimate the structural unemployment rate in Switzerland and to evaluate their utility for monetary policy. To this end, we apply two methods: the Beveridge curve and an expectations-augmented Phillips curve, which leads to the computation of the NAIRU. The estimates show a significant degree of uncertainty, which reduces their information content for the central bank. We nevertheless observe an increase in the level of structural unemployment since the mid-seventies. The increase was particularly pronounced during the last recession.



# Geldpolitische Schlussfolgerungen

Die konjunkturelle Erholung der schweizerischen Wirtschaft setzte sich seit Jahresbeginn fort. Zwar führte die Krise in Ostasien erwartungsgemäss zu einem schwächeren Exportwachstum. Die allmählich erstarkende Binnennachfrage vermochte aber diese Wachstumseinbussen wettzumachen. Die Konsumentenstimmung verbesserte sich deutlich, und die Investitionstätigkeit der Unternehmen belebte sich. Von einem tiefen Niveau aus zog auch die Baunachfrage langsam an. Stimulierend auf die inländische Nachfrage wirkte der Rückgang der langfristigen Zinssätze, der Ende 1997 durch die massiven Kapitalumschichtungen aus Ostasien und die weltweit rückläufigen Teuerungserwartungen ausgelöst wurde. Zur Verbesserung des Konsumklimas trugen aber auch die spürbare Aufhellung der Arbeitsmarktlage und die wieder leicht steigenden verfügbaren Einkommen bei. Die Beschäftigung übertraf im ersten Quartal erstmals seit zwei Jahren ihren Vorjahresstand, während die Arbeitslosenquote in allen Landesteilen deutlich sank.

Die positive konjunkturelle Entwicklung war von stabilen Konsumentenpreisen begleitet. Der hohe Grad an Preisstabilität war dabei nicht auf Sonderfaktoren wie etwa die rückläufigen Erdölpreise zurückzuführen, sondern auf die verhaltene Preisentwicklung in allen Güterkategorien. Darin widerspiegeln sich die immer noch bestehenden freien Kapazitäten in der Wirtschaft, die den Spielraum für Preiserhöhungen begrenzen. Preisdämpfend wirken auch der verstärkte Wettbewerb im In- und Ausland sowie die Produktivitätssteigerungen bei der Herstellung von Gütern und Dienstleistungen.

Die Nationalbank war in den letzten Monaten weiterhin dafür besorgt, den konjunkturellen Aufschwung durch ihre Geldpolitik zu unterstützen. Sie wirkte deshalb im Februar einem Aufwertungsschub des Frankens entgegen, indem sie die Liquidität am Geldmarkt vorübergehend stark ausweitete. Diese Massnahme zeitigte Erfolg. Der Frankenkurs bildete sich im März gegenüber allen europäischen Währungen deutlich zurück. Gleichzeitig konnte die zusätzlich geschaffene Liquidität rasch abgebaut werden. Der Rückgang des Frankenkurses war von leicht steigenden kurz- und langfristigen Zinssätzen begleitet. Im Mai waren sie wieder etwa gleich hoch wie Ende 1997. Da aber der reale exportgewichtete Wechselkurs tiefer lag, waren die monetären Bedingungen etwas expansiver als im Dezember 1997.

Die Ausweitung der Liquidität im Februar führte vorübergehend zu einem starken Anstieg der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge. Sie liess dagegen das breite Geldaggregat  $M_3$  unberührt, dessen Wachstum sich im ersten Quartal sogar deutlich abschwächte. Für das zweite Halbjahr erwartet die Nationalbank ein stärkeres Wachstum der Notenbankgeldmenge und der Geldmenge  $M_3$ . Die höheren Konsumausgaben der Haushalte sowie der Rückgang der Spargeldsätze und der Rendite der Bundesobligationen von Anfang 1998 dürften die Nachfrage nach Bargeld und anderen liquiden Mitteln stimulieren. Die Nationalbank prognostiziert für das dritte Quartal einen Stand der Notenbankgeldmenge von 33,4 Mrd. Franken. Der Abstand der Notenbankgeldmenge zum mittelfristigen Zielpfad dürfte sich damit etwas vergrössern. Die vierteljährliche Prognose der Notenbankgeldmenge ist allerdings mit erheblicher Unsicherheit behaftet, da die Einführung der neuen Tausendernote im April die konjunktur- und zinsbedingte Entwicklung des Notenumlaufs überlagern könnte.

Trotz der erwarteten Beschleunigung des Geldmengenwachstums erachtet die Nationalbank den gegenwärtigen geldpolitischen Kurs als angemessen und sieht den Zeitpunkt für eine Straffung nicht als gekommen. Sie rechnet damit, dass das reale Bruttoinlandprodukt in absehbarer Zeit im bisherigen Rhythmus von 2% wachsen wird. Das erwartete stärkere Geldmengenwachstum stellt für die Preisstabilität keine Gefahr dar. Es dürfte nur vorübergehender Natur sein und sich bald wieder auf ein Ausmass zurückbilden, das mit der mittel- und langfristigen Preisstabilität vereinbar ist. Eine Überprüfung des gegenwärtigen geldpolitischen Kurses würde sich dann aufdrängen, falls sich der konjunkturelle Aufschwung wider Erwarten stark beschleunigen würde. Weiterhin gilt es, die Entwicklung des Frankenkurses im Auge zu behalten.

# Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums für die Sitzung des Bankrats  
vom 12. Juni 1998

Der Bericht wurde am 28. Mai verabschiedet.  
Später verfügbare Fakten wurden soweit als möglich  
ebenfalls berücksichtigt. Vorquartalsvergleiche  
basieren stets auf saisonbereinigten Daten.

# 1 Internationale Rahmenbedingungen

## 1.1 Konjunktur

### Insgesamt günstige Konjunktur in den OECD-Ländern

Im ersten Quartal 1998 setzte sich die Konjunkturerholung im OECD-Raum fort. Die Krise in Ostasien führte zwar in den Industrieländern zu einer Abschwächung des Exportwachstums. Gleichzeitig gewann aber die Binnennachfrage – teilweise infolge des Zinsrückgangs im Jahre 1997 – an Kraft. Dadurch blieben die negativen Auswirkungen der asiatischen Krise auf Europa und Amerika bis anhin eng begrenzt. In Japan verschlechterte sich die Lage aber beträchtlich.

In den Vereinigten Staaten übertraf das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal mit 3,7% weiterhin das langfristige Trendwachstum von rund 2%. Kräftige Impulse gingen von der Binnennachfrage aus, während die Exporte deutlich schwächer zunahm als in der Vorperiode. Gemäss den vorlaufenden Indikatoren dürfte sich das Wirtschaftswachstum im Laufe des Jahres verlangsamen. Dämpfend wirken die schwächere Exportkonjunktur, der geringere Lageraufbau sowie die nachlassenden Zinseffekte.

In Grossbritannien verlor die Konjunktur im ersten Quartal an Schwung. Während der private Konsum weiterhin kräftig wuchs, flachten die Exporte und die Investitionen unter dem Druck der

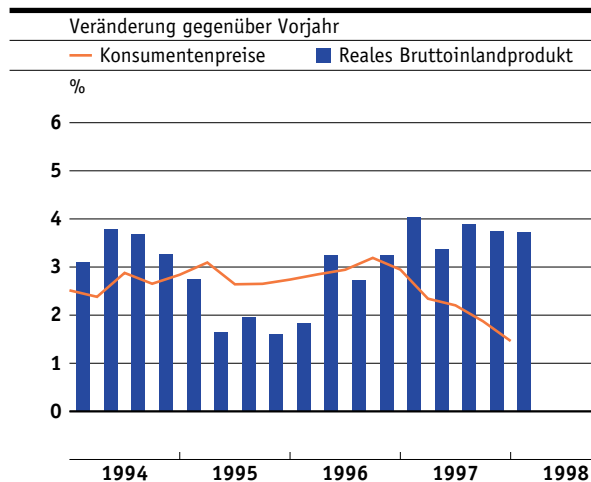
Höherbewertung des Pfundes und der Asienkrise ab. Die Industrieproduktion schrumpfte, und die Unternehmen schätzten die Konjunkturaussichten zunehmend pessimistischer ein.

Auf dem europäischen Kontinent belebte sich die Binnennachfrage im ersten Quartal, so dass die bis anhin vorwiegend vom Export getragene konjunkturelle Erholung an Breite gewann. Die Konsumentenstimmung besserte sich deutlich. Dagegen beurteilte die Industrie die Exportaussichten leicht pessimistischer.

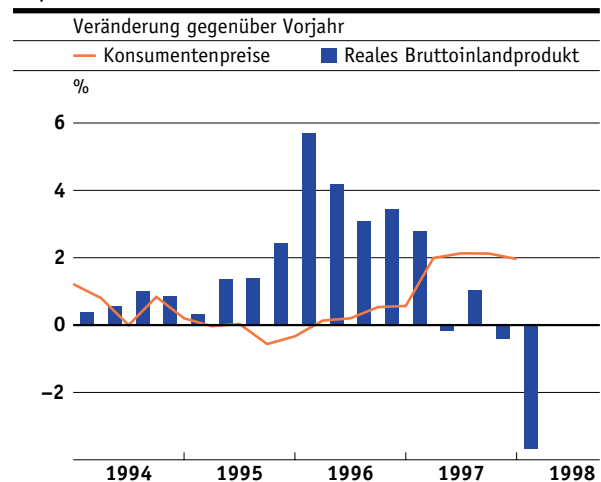
In Deutschland und Frankreich zogen der private Konsum und die Ausrüstungsinvestitionen an, während die Bauwirtschaft in beiden Ländern weiterhin wenig Dynamik zeigte. Die Exporte verloren insgesamt an Schwung. In Italien verlangsamte sich das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal infolge der schwächeren Auslandsnachfrage. Dennoch beurteilten Konsumenten und Produzenten die Konjunkturaussichten als günstiger.

In Japan bildete sich das reale Bruttoinlandprodukt im ersten Quartal stark zurück und lag um 3,7% unter dem entsprechenden Vorjahreswert. Während die Exporte infolge der Krise in Südostasien nur noch wenig zunahm, schrumpften der private Konsum und die Investitionen beträchtlich. Dämpfend auf die Binnennachfrage wirkten insbesondere die anhaltenden Probleme im Finanzsektor. Um die Konjunktur zu beleben, beschloss die japanische Regierung im April im Rahmen eines Konjunkturstützungsprogrammes Steuersenkungen und eine Erhöhung der staatlichen Investitionen.

USA Grafik 1



Japan Grafik 2



Grafiken 1 und 2: Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)

Die Lage auf dem europäischen Arbeitsmarkt besserte sich leicht. Die durchschnittliche Arbeitslosenquote der EU-Länder bildete sich im ersten Quartal auf 10,3% zurück und lag damit um 0,5 Prozentpunkte tiefer als vor Jahresfrist. Unter den grossen Industrieländern wies Grossbritannien den stärksten Rückgang der Arbeitslosigkeit auf. Dagegen blieb der Abbau in Deutschland, Frankreich und Italien gering. In den Vereinigten Staaten sank die Arbeitslosenquote bis April weiter auf 4,3%. In Japan erhöhte sie sich dagegen auf 3,6%.

## 1.2 Monetäre Entwicklung

### Rückgang der Teuerung

In den meisten grossen Industrieländern verlangsamte sich der Preisanstieg auf Konsumentenstufe deutlich. Mit Ausnahme von Grossbritannien und Japan (3,5% bzw. 2,2%) wiesen im März alle grossen Industrieländer eine Teuerung von weniger als 2% auf. Preisdämpfend wirkten insbesondere die fallenden Rohstoffpreise. Im Durchschnitt der OECD-Länder betrug die Teuerung im ersten Quartal 2,1%, gegenüber 2,5% im vierten Quartal und 2,7% im ganzen Jahr 1997.

Die langfristigen Zinssätze bildeten sich im ersten Quartal in Europa verlangsamt zurück, während sie in den Vereinigten Staaten geringfügig anzogen. Ende 1997 hatten die massiven Kapitalabflüsse aus Ostasien sowie die rückläufigen Teue-

rungerwartungen in den Industrieländern einen markanten Zinsrückgang ausgelöst.

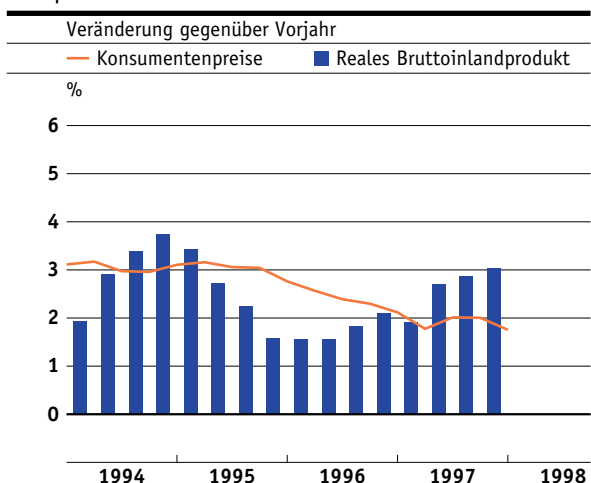
Die günstigen gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere die tiefe Teuerung, der geringe Lohndruck und die niedrigen Zinssätze, liessen die Aktienkurse im ersten Quartal an den westlichen Börsen nach mehrmonatiger Pause wieder beschleunigt steigen. In Japan bewegten sich die Aktienkurse angesichts der ungelösten Probleme im Finanzbereich sowie der Krise in Ostasien kaum und lagen tiefer als vor Jahresfrist.

### Weiterhin unveränderte Geldpolitik

Die amerikanische Zentralbank liess die kurzfristigen Zinssätze trotz des kräftigen Wirtschaftswachstums im ersten Quartal unverändert, da es weiterhin keine Anzeichen von Inflationsgefahr gab. Die britische Zentralbank, welche ihren Leitzins letztmals Anfang November 1997 erhöht hatte, straffte die Geldpolitik nicht mehr weiter, nachdem sich die Zeichen einer wirtschaftlichen Abflachung gemehrt hatten. Auch die deutsche und die französische Zentralbank liessen ihre Geldpolitik unverändert. Die italienische und die spanische Zentralbank nahmen dagegen die Leitzinsen um einen halben bzw. viertel Prozentpunkt auf 5% bzw. 4,25% zurück, so dass sich die Leitzinssätze weiter dem europäischen Durchschnitt annäherten. Die dänische Zentralbank straffte Anfang Mai ihre Geldpolitik, um die Währung zu stützen.

Europäische Union

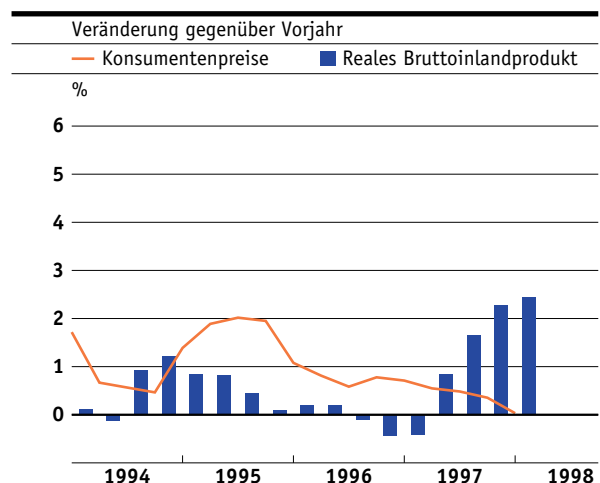
Grafik 3



Quelle: BIZ

Schweiz

Grafik 4



Quelle: Bundesamt für Statistik (BFS),  
Bundesamt für Wirtschaft und Arbeit (BWA)

### **Weitere Schritte der EU zur gemeinsamen Währung**

Anfang Mai bestimmten die Staats- und Regierungschefs der EU an einem Gipfeltreffen die Mitgliedländer der Europäischen Währungsunion (EWU), welche Anfang Januar 1999 die gemeinsame Währung einführen. Von den fünfzehn EU-Ländern nehmen elf an der EWU teil: Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Irland, Italien, Luxemburg, die Niederlande, Österreich, Portugal und Spanien. Nicht dabei sind – aus unterschiedlichen Gründen – Dänemark, Griechenland, Grossbritannien und Schweden. Am Gipfel wurden die bilateralen Wechselkursparitäten unter den Teilnehmerländern der EWU fixiert. Die Umrechnungskurse zwischen den Landeswährungen und dem Euro werden gleichzeitig mit der Einführung der gemeinsamen Währung festgelegt werden. Die Staats- und Regierungschefs wählten zudem nach längeren Verhandlungen Wim Duisenberg, den Chef des Europäischen Währungs-institutes, zum Präsidenten des Direktoriums der Europäischen Zentralbank.

## **1.3 Krise in Ostasien**

### **Verschärfung der Krise in Indonesien**

In Indonesien verschärfte sich die Krise im bisherigen Verlauf des Jahres 1998. Die wirtschaftlichen Probleme, besonders der Preisanstieg, führten zu massiven politischen Unruhen. Die Umsetzung der vom Internationalen Währungsfonds (IWF) geforderten wirtschaftspolitischen Massnahmen stiess bei der indonesischen Regierung immer wieder auf Widerstand. Mitte April einigten sich die Regierung und der IWF auf ein revidiertes Massnahmenpaket. In der Folge straffte Indonesien die Geldpolitik, um die Währung zu stabilisieren. Anfang Mai konnte der Exekutivrat des IWF dem Land eine weitere Kredittranche zusprechen. Der anhaltende Zerfall der Rupiah brachte auch die Privatwirtschaft Indonesiens aufgrund der hohen Verschuldung in Fremdwährungen in grosse Schwierigkeiten, so dass mit den Gläubigern Umschuldungsverhandlungen aufgenommen werden mussten.

### **Beginn der Reformen in Thailand und Südkorea**

Während in Indonesien die Probleme zunahmen, begannen Thailand und Korea unter der Anleitung des IWF ihre Wirtschaften zielstrebig zu

reformieren. In beiden Ländern trug die Verschärfung der Geldpolitik dazu bei, dass die Währungen, die im zweiten Halbjahr 1997 massive Kursverluste erlitten hatten, wieder an Wert gewannen. Die Handelsbilanzen verbesserten sich merklich; allerdings hatte die Abwertung vor allem einen starken Rückgang der Importe und kaum einen Anstieg der Exporte zur Folge.

## **1.4 Konjunkturaussichten**

### **Günstige Prognose der OECD**

Die OECD zeichnet in ihrer Frühjahresprognose ein günstiges Bild der Konjunktorentwicklung in ihren Mitgliedländern. Für die Jahre 1998 und 1999 erwartet sie ein durchschnittliches Wirtschaftswachstum von real 2,4% bzw. 2,5%. Es liegt damit nur leicht tiefer als der im Herbst 1997 prognostizierte Wert. Für die meisten OECD-Länder dürfte die Krise in Ostasien nur geringe Auswirkungen haben. In den Vereinigten Staaten wird sich das Wirtschaftswachstum in den Jahren 1998 und 1999 voraussichtlich auf 2,7% bzw. 2,1% verlangsamen, in Europa dagegen weiterhin durchschnittlich je knapp 3% betragen. Die japanische Wirtschaft wird gemäss der OECD-Prognose im ersten Halbjahr 1998 stagnieren, aber anschliessend an Fahrt gewinnen. Korea dürfte dagegen längere Zeit brauchen, um die Krise zu überwinden.

In der EU dürfte die Beschäftigung infolge der günstigen Konjunktorentwicklung leicht anziehen. Da auch die Erwerbsbevölkerung wächst, ist mit einem nur geringen Rückgang der Arbeitslosigkeit zu rechnen. Die Teuerung, gemessen am Deflator des Bruttoinlandproduktes, wird in den meisten OECD-Ländern voraussichtlich tief bleiben.

	Wirtschaftswachstum <sup>1</sup>			Teuerung <sup>2</sup>			Arbeitslosenquote <sup>3</sup>		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999	1997	1998	1999
Europäische Union	2,6	2,7	2,8	1,8	1,8	1,9	11,2	10,9	10,5
Deutschland	2,2	2,7	2,9	0,6	0,9	1,3	11,4	11,5	11,1
Frankreich	2,4	2,9	2,8	1,0	1,2	1,3	12,4	11,9	11,3
Grossbritannien	3,3	1,7	1,8	2,6	2,5	2,6	6,9	6,8	7,2
Italien	1,5	2,4	2,7	2,6	2,5	2,1	12,3	12,0	11,8
Vereinigte Staaten	3,8	2,7	2,1	2,0	1,6	1,8	4,9	4,8	5,0
Japan	0,9	-0,3	1,3	0,6	0,5	0,0	3,4	3,5	3,6
Schweiz	0,7	1,5	1,8	0,1	0,5	1,2	5,2	4,5	4,1
OECD	3,1	2,4	2,5	3,7	3,4	3,1	7,2	7,1	7,0

1 Reales Bruttoinlandprodukt, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

2 BIP-Deflator, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3 in Prozent der Erwerbsbevölkerung.

Quelle: OECD Economic Outlook, Mai 1998

## 2 Monetäre Entwicklung

### 2.1 Geldaggregate

#### Beschleunigung des Wachstums der Notenbankgeldmenge im Februar

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge stieg im ersten Quartal 1998 um 1,2% gegenüber dem Vorquartal und lag damit um 2,1% über dem Stand vor Jahresfrist. Die Wachstumsbeschleunigung kam weitgehend unerwartet. Ursprünglich hatte die Nationalbank ein tieferes Niveau der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge vorausgesagt. Der Prognosefehler betrug 434 Mio. Franken oder 1,3%. Er ist rund zur Hälfte auf das Bestreben der Nationalbank zurückzuführen, den Geldmarkt im Februar angesichts der Höherbewertung des Frankens flüssig zu halten. Die Giroguthaben der Banken bei der Nationalbank hatten im Januar ihren Vorjahresstand um 14,4% übertroffen. Im Februar betrug die entsprechende Zuwachsrate 25,1%. Im März sanken die Giroguthaben wieder auf ihr normales Niveau.

Die Nachfrage nach Banknoten stieg ebenfalls unerwartet stark. Dazu dürfte der leichte Rückgang des Sparzinssatzes und die Erholung des privaten Konsums beigetragen haben. Dennoch lag der Notenumlauf nur um 0,2% über dem entsprechenden Vorjahresstand.

Die Abweichung der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge vom mittelfristigen Zielpfad betrug im Durchschnitt des ersten Quartals 4,6%, gegenüber 3,6% im vierten Quartal 1997 und 4,4% im

April 1998. Die Nationalbank geht weiterhin davon aus, dass die erstmals 1995 beobachteten Verschiebungen der Nachfrage nach Tausendernoten den Expansionsgrad der Geldpolitik überzeichnen.

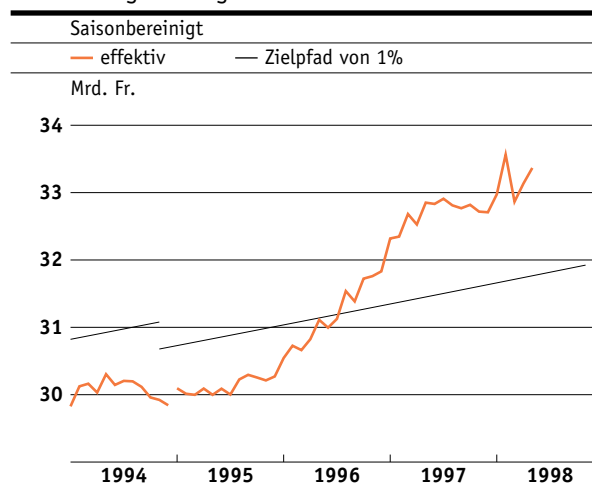
#### Tiefes Wachstum von $M_3$

Die Geldmenge  $M_3$ , die sich aus dem Bargeldumlauf und den Einlagen (Sicht-, Spar- und Termineinlagen) des Publikums bei den Banken zusammensetzt, wuchs im ersten Quartal saisonbereinigt um 0,3% gegenüber der Vorperiode. Damit blieb das Wachstum schwach. Im Vorjahresvergleich erhöhte sich  $M_3$  um 1,8%. Vor einem Jahr hatte die entsprechende Wachstumsrate noch 6,9% betragen.

Während  $M_3$  insgesamt nur wenig zunahm, traten bei den einzelnen Komponenten im ersten Quartal massive zinsbedingte Umschichtungen auf. Als Folge niedrigerer Geldmarktzinsen sanken die Termineinlagen saisonbereinigt gegenüber dem Vorquartal um 8,8%. Während die Spareinlagen praktisch unverändert blieben (-0,4%) legten die Postcheck- und Transaktionskonti leicht (je rund 3%) und die Sichteinlagen bei Banken deutlich (9,3%) zu. Sie lagen damit um 16,7% höher als vor Jahresfrist.

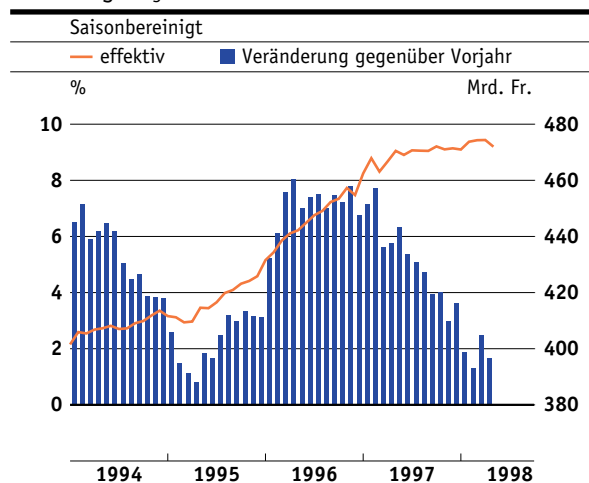
Die Geldmenge  $M_1$  wuchs damit saisonbereinigt gegenüber dem Vorquartal um 5,5%. Die Geldmenge  $M_2$ , die sich aus  $M_1$  und den Spareinlagen zusammensetzt, nahm im gleichen Zeitraum um 2,3% zu. Beide Aggregate waren im Vorquartal, bedingt durch eine Zinserhöhung, noch leicht zurückgegangen. Im Vorjahresvergleich stiegen  $M_1$  um 10,8% und  $M_2$  um 6,1%.

Notenbankgeldmenge Grafik 5



Ab Januar 1995 enthalten die Giroguthaben nur noch die Einlagen von Banken im Inland. Bis Ende 1994 schlossen sie noch Einlagen einzelner Institutionen ein, die nicht dem Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen unterstellt sind.

Geldmenge  $M_3$  Grafik 6



Quelle: SNB



## Notenbankgeldmenge und ihre Komponenten

Tabelle 2

	1996	1997	1997				1998		
			1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	April	Mai
Notenumlauf <sup>1</sup>	28,2	29,0	29,3	28,9	28,5	29,3	29,4	29,6	29,4
Veränderung <sup>2</sup>	2,4	2,8	4,2	2,8	2,3	1,7	0,2	2,2	1,5
Giroguthaben <sup>1</sup>	2,9	3,7	3,5	3,8	3,8	3,8	3,9	3,5	3,8
Veränderung <sup>2</sup>	14,1	26,5	30,5	35,1	26,9	15,6	12,4	-1,0	2,0
NBGM <sup>1,3</sup>	31,2	32,7	32,8	32,6	32,4	33,1	33,3	33,1	33,2
SBNBGM <sup>1,4</sup>	31,2	32,7	32,4	32,7	32,8	32,7	33,1	33,1	33,4
Veränderung <sup>2</sup>	3,5	4,8	5,9	5,7	4,7	3,1	2,1	1,9	1,6
Veränderung <sup>5</sup>	5,0	3,1	8,8	6,2	4,5	3,1	4,8	2,9	3,8

## Breit definierte Geldaggregate und ihre Komponenten<sup>6</sup>

Tabelle 3

	1996	1997	1997				1998	
			1. Q. <sup>p</sup>	2. Q. <sup>p</sup>	3. Q. <sup>p</sup>	4. Q. <sup>p</sup>	1. Q. <sup>p</sup>	April <sup>p</sup>
Bargeldumlauf	2,6	3,3	5,3	4,1	3,2	0,8	-0,3	1,6
Sichteinlagen	15,6	14,9	13,1	17,5	17,9	11,9	16,7	12,5
Transaktionskonti	11,4	7,0	7,0	4,9	8,5	7,2	8,1	9,8
<b>M<sub>1</sub></b>	<b>11,7</b>	<b>10,1</b>	<b>9,5</b>	<b>10,6</b>	<b>12,0</b>	<b>8,3</b>	<b>10,8</b>	<b>9,8</b>
Spareinlagen	12,1	4,0	3,6	4,1	4,5	3,7	2,1	0,4
<b>M<sub>2</sub></b>	<b>11,9</b>	<b>6,7</b>	<b>6,2</b>	<b>7,0</b>	<b>7,9</b>	<b>5,8</b>	<b>6,1</b>	<b>4,7</b>
Termineinlagen	-9,6	-0,9	9,7	1,4	-7,8	-5,8	-16,0	-11,1
<b>M<sub>3</sub></b>	<b>6,9</b>	<b>5,2</b>	<b>6,9</b>	<b>5,9</b>	<b>4,6</b>	<b>3,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>

1 In Mrd. Franken; Durchschnitt aus Monatswerten; Monatswerte sind Durchschnitte aus Tageswerten

2 gegenüber Vorjahr in Prozent

3 NBGM = Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben

4 SBNBGM = Saisonbereinigte Notenbankgeldmenge = NBGM dividiert durch die entsprechenden Saisonfaktoren

5 Auf Jahresbasis hochgerechnete Veränderung gegenüber dem durchschnittlichen Stand der SBNBGM des 4. Quartals des Vorjahres (bei Monatswerten zentriert auf November); Jahresveränderungen beziehen sich auf das 4. Quartal.

6 Definition 1995, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

p provisorisch

## 2.2 Kredite und Kapitalmarkt

### Stagnierende Inlandkredite

Die Kredite der Banken lagen Ende März 1998 um 3,0% über dem Niveau von Ende Dezember 1997 und um 7,2% über dem Stand vor Jahresfrist. Die Kredite an Kunden im Ausland, welche vorwiegend auf Fremdwährungen lauten und rund einen Drittel des Totals ausmachen, nahmen im Vorjahresvergleich teilweise wechselkursbedingt um 27,8% zu. Hingegen stagnierten die überwiegend auf Schweizer Franken lautenden Kredite an Kunden im Inland.

Die Inlandkredite entwickelten sich je nach Kreditart unterschiedlich. Während die Hypotheken zwischen März 1997 und März 1998 um 2,7% zunahmen, verringerten sich die übrigen Forderungen gegenüber Kunden um 5,5%. Stark rückläufig waren nach wie vor die Baukredite. Im Vorjahresvergleich gingen die Baukreditlimiten und deren Beanspruchung um 18,7% bzw. 20,5% zurück, obwohl andere Indikatoren auf eine Verbesserung der Baukonjunktur hindeuten. Der Widerspruch zwischen der rückläufigen Baukreditvergabe der Banken und anderen vorlaufenden Indikatoren dürfte im höheren Eigenfinanzierungsgrad und in tieferen Baukosten begründet sein.

Da die Kreditentwicklung hinter dem Wachstum der breiten Geldaggregate zurückblieb, stiegen die Finanzaktiven der Banken (flüssige Mittel, Interbankgeschäft, Geldmarktpapiere und Wertchriften). Die Finanzaktiven üben im Konjunkturzyklus eine Pufferfunktion zwischen Mittelzufluss an Kundengeldern und Kreditvergabe aus. Sie lagen

im März um 19,2% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Allein im ersten Quartal nahmen sie um 10,2% zu. Damit erreichten die Finanzaktiven im März wieder einen Bilanzsummenanteil von 42%, nachdem dieser im Winter 1991/1992 zeitweise unter 30% gefallen war.

### Rege Emissionstätigkeit am Kapitalmarkt

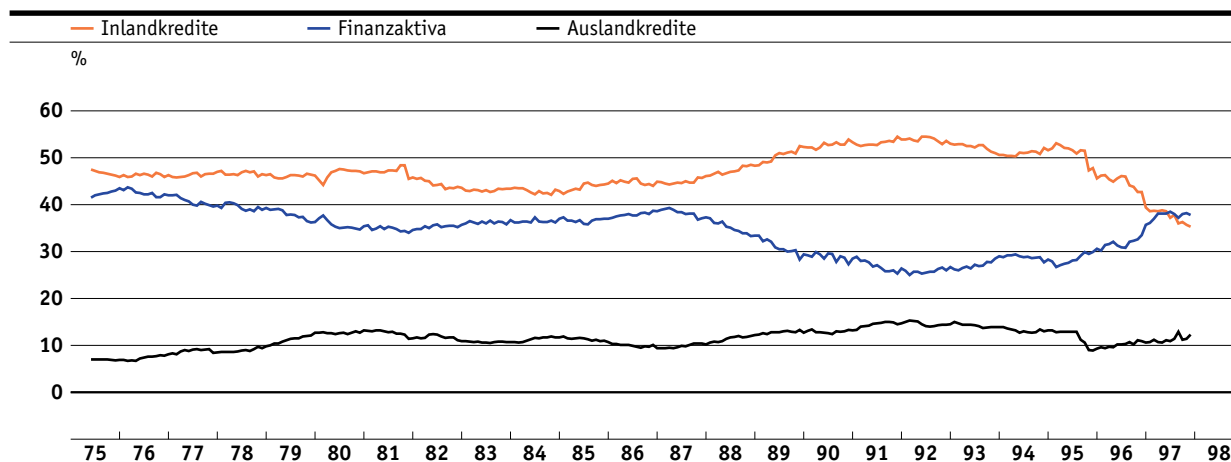
Die im ersten Quartal beobachtete rege Emissionstätigkeit am Kapitalmarkt widerspiegelt die günstige Zinsentwicklung. Die Nettobeanspruchung des schweizerischen Kapitalmarktes durch Anleihen- und Aktienemissionen übertraf das entsprechende Vorjahresniveau erneut deutlich (+92%). Der kräftige Anstieg ist vor allem auf das grosse Volumen von Obligationenanleihen inländischer Schuldner zurückzuführen. Diese gaben Anleihen im Betrag von netto 7,1 Mrd. Franken aus, gegenüber 1,3 Mrd. Franken in der Vorjahresperiode. Die Nettokapitalaufnahme ausländischer Schuldner stieg von 5,7 Mrd. auf 6,6 Mrd. Franken.

Sowohl im Inlandbereich wie auch im Auslandbereich konzentrierte sich die Emissionstätigkeit auf gewöhnliche Anleihen (*Straights*), die von tieferen Renditen und dem starken Franken profitierten. Fast das ganze Emissionstotal entfiel ausserdem auf öffentliche Anleihen (96%). Die Privatplazierungen, die vor einem Jahr noch rund 20% der Anleihssemissionen ausmachten, waren stark rückläufig.

Im Aktienbereich blieben die Umsätze auf dem Primärmarkt wie üblich vergleichsweise bescheiden. Die Rückzahlungen lagen wie bereits in der Vorjahresperiode über den Emissionen.

Anteil der Kredite und Finanzaktiva an der Bilanzsumme

Grafik 7



Quelle: SNB

	1996	1997	1997				1998
			1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
<b>Anleihen und Aktien, total</b>							
Emissionswert <sup>1</sup>	60,8	61,7	15,9	15,1	17,1	13,7	22,3
Konversion/Rückzahlung	42,0	32,9	9,0	7,5	8,2	8,3	9,0
Nettobeanspruchung	18,9	28,8	6,9	7,6	8,9	5,4	13,3
<b>Schweizerische Obligationenanleihen</b>							
Emissionswert <sup>1</sup>	23,3	24,3	6,3	6,2	5,9	6,0	11,5
Konversion/Rückzahlung	22,7	17,6	4,9	5,3	3,5	3,8	4,4
Nettobeanspruchung	0,6	6,8	1,3	0,9	2,3	2,2	7,1
<b>Schweizer Aktien</b>							
Emissionswert <sup>1</sup>	1,5	2,9	0,1	1,2	1,1	0,6	0,1
Rückzahlung	1,6	3,0	0,2	0,3	2,0	0,5	0,5
Nettobeanspruchung	-0,1	-0,1	-0,1	0,9	-0,9	0,1	-0,4
<b>Ausländische Obligationenanleihen<sup>2</sup></b>							
Emissionswert <sup>1</sup>	36,0	34,5	9,5	7,7	10,1	7,1	10,7
Rückzahlung	17,6	12,4	3,8	1,9	2,6	4,0	4,1
Nettobeanspruchung <sup>3</sup>	18,4	22,1	5,7	5,8	7,5	3,1	6,6

1 nach Liberierungsdatum

2 ohne Fremdwährungs-  
anleihen

3 ohne Konversion

## 2.3 Zinsen

### **Leicht anziehende Zinssätze am Geldmarkt ...**

Nach ihrem Rückgang zwischen November 1997 und Februar 1998 zogen die Frankensätze am Geldmarkt in den folgenden drei Monaten um rund einen halben Prozentpunkt an. Der Tagesgeldsatz erhöhte sich von knapp 0,8% im Februar auf durchschnittlich 1,5% im Mai. Gleichzeitig stieg der dreimonatige Eurofrankensatz von 1,0% auf ebenfalls 1,5% und die Emissionsrendite eidgenössischer Geldmarktbuchforderungen mit derselben Laufzeit von 0,9% auf 1,5%. Damit ergab sich für die Kurzfristzinsen wieder ein normales Verhältnis zum weiterhin unveränderten offiziellen Diskontsatz von 1%, der im Februar vorübergehend unterschritten worden war.

Am 20. April begann die Nationalbank im Rahmen der Geldmarktsteuerung regelmässig Repo-Geschäfte abzuschliessen. Auf diese Weise stellte sie dem Markt im Mai durchschnittlich 6 Mrd. Franken zur Verfügung. Dabei ergab sich auf solchen Forderungen bei einwöchiger Laufzeit ein durchschnittlicher Zinssatz von knapp 1,4%.

Da am Euromarkt die Verzinsung von D-Mark- und Dollaranlagen von Februar bis Mai nur geringfügig zunahm, bildeten sich die entsprechenden Zinsdifferenzen gegenüber dem Schweizerfranken um rund 0,4 Prozentpunkte zurück. Damit lagen für dreimonatige Laufzeiten die D-Marksätze noch um 2,1 und die Dollarsätze um 4,1 Prozentpunkte über den Frankensätzen.

### **... und am Kapitalmarkt**

Am Kapitalmarkt erreichten die Obligationenrenditen im Februar ihren Tiefpunkt und nahmen in den Monaten März bis Mai moderat zu. Die Durchschnittsrendite der eidgenössischen Obligationen stieg von 2,7% auf 3,0%. Damit blieb die Zinsstruktur, gemessen an der Renditedifferenz zwischen den langfristigen Obligationen und den dreimonatigen Geldmarktbuchforderungen der Eidgenossenschaft, nahezu unverändert.

Während die variablen Zinssätze der Kantonalbanken für neue erste Hypotheken von Februar bis Mai bei 4,0% unverändert blieben, ermässigten sich die entsprechenden Sätze für alte Hypotheken von 4,3 auf 4,2%. Die Vergütung auf gewöhnlichen Spareinlagen ging ebenfalls zurück, von 1,6% im Februar auf 1,4% im Mai. Die durchschnittliche Verzinsung neuer Kassenobligationen der Kantonal-

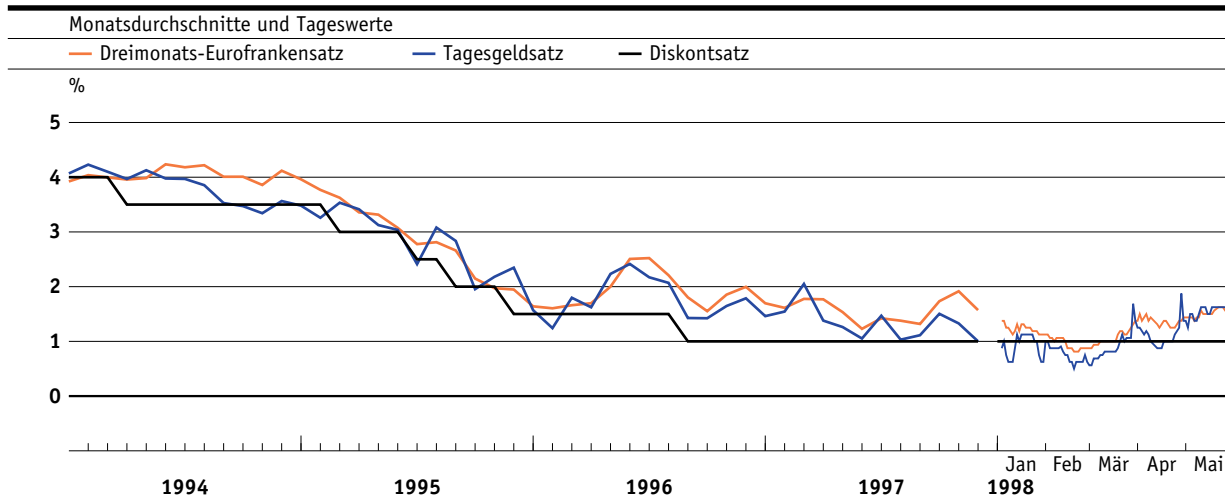
banken mit Laufzeiten zwischen zwei und acht Jahren sank bis April weiter auf 2,4%, bevor sie im Mai auf 2,6% stieg.

### **Geringere Renditeunterschiede gegenüber dem Ausland**

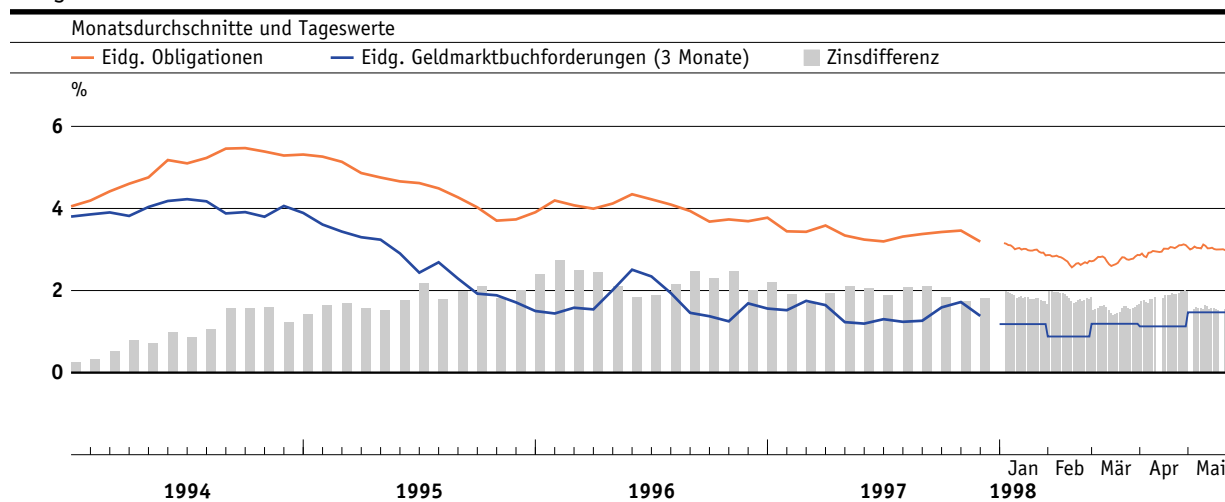
In den Vereinigten Staaten zogen die Obligationenrenditen von März bis Mai etwas weniger stark an als in der Schweiz. Die Renditedifferenz zwischen amerikanischen Staatspapieren mit zehnjähriger Restlaufzeit und eidgenössischen Obligationen mit ähnlicher durchschnittlicher Restlaufzeit sank um 0,3 auf 2,6 Prozentpunkte. Die entsprechende Differenz zwischen Deutschland und der Schweiz reduzierte sich um 0,2 auf 2 Prozentpunkte.

### **Anhaltende Aktienhausse**

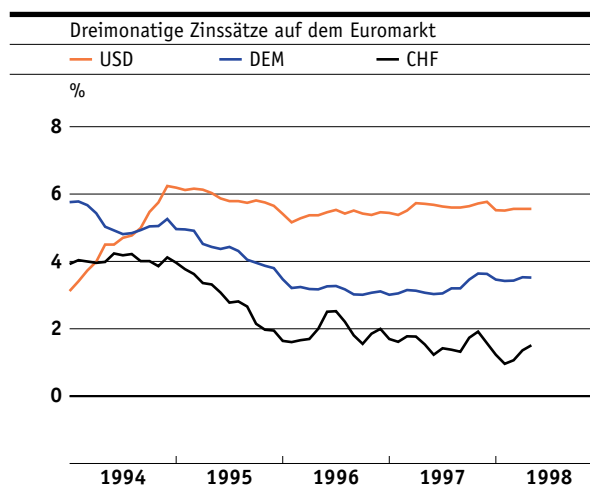
Von Ende Februar bis Ende Mai hielt die Hausse an der schweizerischen Aktienbörse an. Der Swiss Performance Gesamtindex (SPI) stieg um 8%. Die Aktienkurse der Banken erhöhten sich dabei mit 17% erneut deutlich stärker als diejenigen der Industrieunternehmen (5%). Insgesamt lag der SPI damit im Mai um 51% höher als vor Jahresfrist.



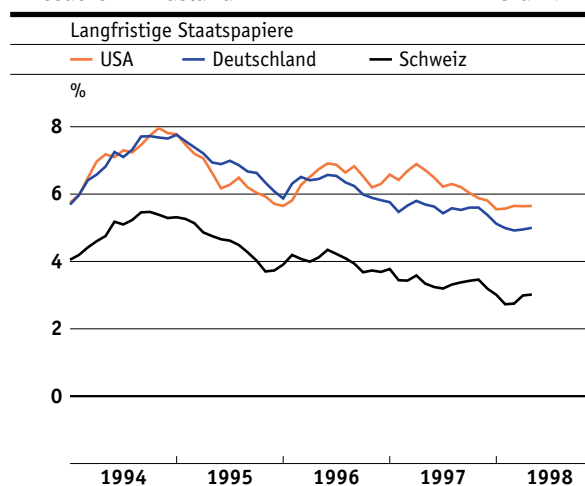
Obligationenrendite und Zinsstruktur



Zinssätze im Ausland



Zinssätze im Ausland



Grafiken 8 und 10: Quelle: SNB

Grafik 9: Eidg. Obligationen: Durchschnittsrendite, berechnet nach Fälligkeit bzw. Kündbarkeit, je nachdem, ob die Kurse unter bzw. über dem Kurs der vorzeitigen Rückzahlung liegen. Geldmarktbuchforderungen: Rendite bei Auktion. Bei mehreren Auktionen pro Monat: letzte des Monats. Quelle: SNB

Grafik 11: USA: Rendite der Papiere des amerikanischen Schatzamtes, Laufzeit 10 Jahre, Sekundärmarkt. Deutschland: Umlaufrendite börsennotierter Bundeswertpapiere, Laufzeit 10 Jahre. Schweiz: Durchschnittsrendite der Eidg. Obligationen; siehe Grafik 9. Quelle: BIZ, SNB

## 2.4 Wechselkurse

### Höherbewertung des Dollars

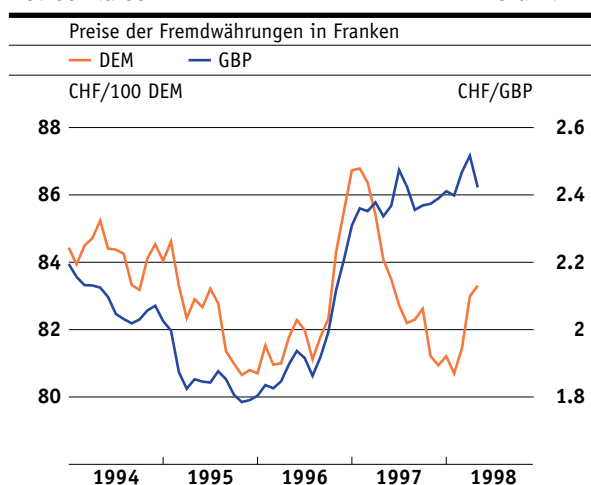
Das anhaltend robuste Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten führte im ersten Quartal zu einer weiteren Höherbewertung des amerikanischen Dollars. Der japanische Yen gewann zunächst im Zuge der Stabilisierung der Währungslage in Ostasien wieder an Wert, schwächte sich aber infolge der düsteren Konjunkturaussichten im Inland und der anhaltenden Unsicherheit im Bankensektor wieder ab. Die D-Mark blieb im ersten Quartal unter Druck, während sich das britische Pfund weiter aufwertete.

### Rückgang des Frankenkurses

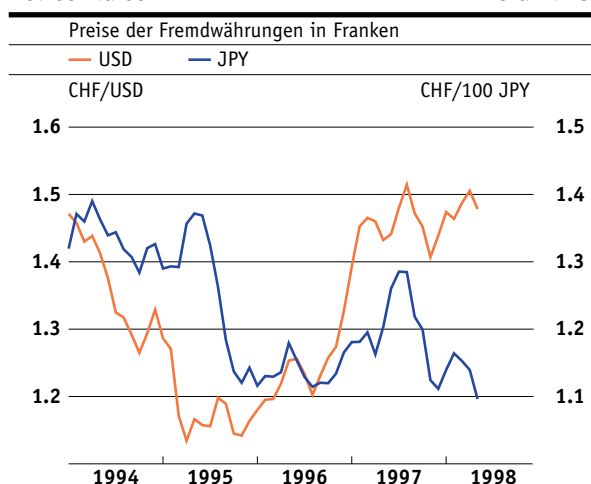
Der Franken gewann zu Jahresbeginn infolge der Turbulenzen auf den Finanzmärkten Ostasiens an Wert, schwächte sich jedoch im weiteren Verlauf des Quartals gegenüber den meisten wichtigen Währungen deutlich ab. Der Entscheid zur Einführung der grossen Währungsunion liess den Kurs des Frankens unbeeinflusst, da er schon seit geraumer Zeit erwartet worden war. Ende Mai notierte der Franken gegenüber der D-Mark mit 82,75 Franken pro 100 D-Mark um 2% schwächer als zu Jahresbeginn. Gegenüber dem amerikanischen Dollar und dem britischen Pfund wurde der Franken Ende Mai gleich wie zu Jahresbeginn gehandelt, gegenüber dem Yen gut 3% höher.

Der reale exportgewichtete Aussenwert des Frankens schwächte sich von Januar bis April um 2,3% ab und lag damit im April nur noch um 0,2% höher als vor Jahresfrist. Gegenüber der D-Mark bildete sich reale Wechselkurs ebenfalls um 2,2% zurück; er lag damit noch um 1,7% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Im Vergleich zum britischen Pfund und zum amerikanischen Dollar verlor der Franken real um 7,7% bzw. 4% an Wert.

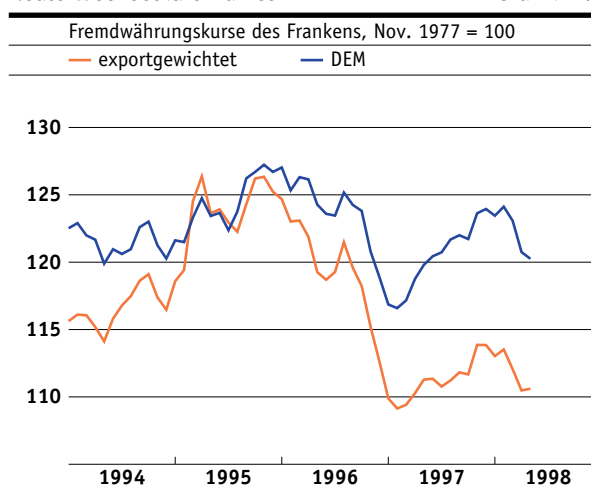
Devisenkurse Grafik 12



Devisenkurse Grafik 13



Reale Wechselkursindizes Grafik 14



Grafiken 12 – 14: Quelle: SNB

## 3 Gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Produktion

### 3.1 Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion

#### **Fortgesetzte Konjunkturerholung**

In der Schweiz setzte sich die konjunkturelle Erholung im ersten Quartal 1998 fort, wobei sich die Auftriebskräfte von der Export- zur Binnennachfrage verlagerten. Das reale Bruttoinlandprodukt lag um 2,4% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Gegenüber der Vorperiode beschleunigte sich das Wachstum nicht weiter. Auf Jahresbasis hochgerechnet betrug der Zuwachs 1,9%.

Die Ausfuhren von Gütern und Dienstleistungen verloren an Dynamik. Darin widerspiegelten sich einerseits die stark rückläufigen Exporte nach Ostasien, andererseits aber auch die allmählich nachlassenden positiven Impulse der im Jahre 1996 erfolgten Frankenabschwächung. Dagegen belebte sich die Binnennachfrage. Ihr Wachstumsbeitrag erhöhte sich von 0,5 Prozentpunkten im vierten Quartal auf 1,1 Prozentpunkte (ohne Lager). Dazu trug vor allem die Erholung der Ausrüstungsinvestitionen bei. Die Bauinvestitionen sanken saisonbereinigt gegenüber der Vorperiode leicht und lagen damit immer noch unter ihrem Vorjahresstand. Während die Exporte gegenüber dem Vorjahr etwas weniger stark zunahmen als im vierten Quartal 1997, beschleunigte sich das Wachstum der Importe. Der Aussenhandel trug damit nicht mehr zum Wachstum des realen Bruttoinlandproduktes bei.

Die konjunkturelle Erholung war von einer deutlichen Ausweitung der Industrieproduktion begleitet. Sie lag im ersten Quartal um 11,3% über dem entsprechenden Vorjahresstand, nachdem sie im vierten Quartal um 8,9% zugenommen hatte. Die von der KOF/ETH im Rahmen des Industrietests erhobene Kapazitätsauslastung in der Industrie sank dennoch gegenüber der Vorperiode um 1 Prozentpunkt auf 84,7%. Der Rückgang dürfte vor allem auf die starke Zunahme der technischen Kapazitäten zurückzuführen sein.

Die Ergebnisse des «Industrietests» deuten nicht auf eine Beschleunigung des Aufschwungs in der schweizerischen Industrie hin. Der Indikator «Geschäftsgang in der Industrie» stieg ab dem vierten Quartal 1997 nicht mehr weiter; er blieb aber sowohl bei den binnen- als auch bei den exportori-

entierten Unternehmen auf einem befriedigenden Niveau. Der Bestelleingang aus dem Inland verstärkte sich leicht, was vor allem der Textilindustrie und der Nahrungs- und Genussmittelindustrie zugute kam. Dagegen wuchs die Auslandnachfrage etwas schwächer. Ähnlich entwickelte sich auch die Produktion. Während die binnenorientierten Unternehmen eine leicht stärker wachsende Produktion meldeten, konnten die exportorientierten Unternehmen das Expansionstempo gerade halten. Insgesamt nahm der Auftragsbestand seit Jahresbeginn nur noch wenig zu. Alle Branchen mit Ausnahme der chemischen Industrie beurteilten ihn immer noch als zu tief. Die Lager an Fertigprodukten blieben insgesamt unverändert auf einem angemessenen Niveau. Die Ertragslage verbesserte sich im ersten Quartal infolge der gestiegenen Nachfrage. Die Verkaufspreise wurden dagegen sowohl in der Schweiz als auch auf den Exportmärkten nochmals zurückgenommen.

#### **Verlangsamer Aufwärtstrend im zweiten Quartal**

Die Verlagerung der wirtschaftlichen Erholung vom Export- zum Binnensektor beeinflusste auch die Erwartungen über den Geschäftsgang in den nächsten Monaten. Die stark exportorientierten Unternehmen rechnen für das zweite Quartal nur mit geringfügig steigenden Bestellungen. Auch für die nächsten sechs Monate gehen sie von einem etwas schwächeren Wachstum aus. Dagegen erwarten die vorwiegend binnenorientierten Unternehmen eine leicht anziehende Nachfrage. Eine kleine Mehrheit plant ausserdem eine Ausdehnung der Produktion. Sowohl in der Schweiz als auch auf den Exportmärkten wird weiterhin mit leicht rückläufigen Verkaufspreisen gerechnet. Dies deutet darauf hin, dass von der Angebotsseite der Wirtschaft in der nahen Zukunft keine Inflationsgefahr ausgeht.

## Bruttoinlandprodukt und seine Komponenten

Tabelle 5

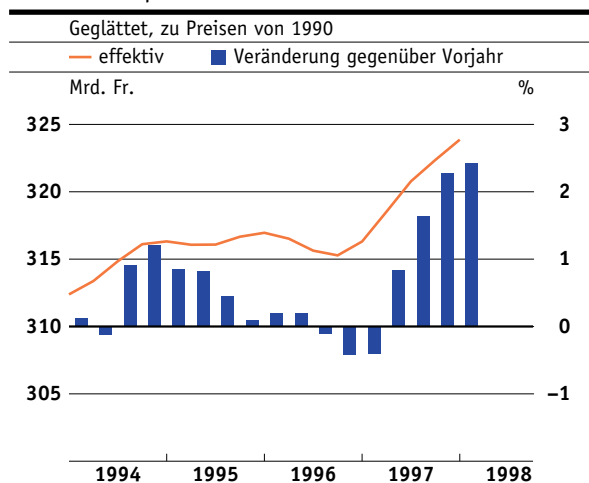
Preise von 1990; Beiträge in Prozentpunkten zur Veränderung des BIP gegenüber Vorjahr

	1996	1997	1997				1998
			1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
Privater Konsum	0,3	0,5	-0,4	0,6	0,5	1,2	0,8
Konsum Staat und Sozialversicherungen	0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	6,0
Anlageinvestitionen	-0,7	-0,2	-0,6	0,0	0,5	-0,7	0,3
Bau	-0,9	-0,5	-0,6	-0,7	-0,5	-0,4	-0,2
Ausrüstungen	0,2	0,3	0,0	0,7	1,0	-0,3	0,5
<b>Inländische Endnachfrage</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>	<b>1,1</b>
Lager	0,2	0,3	-0,6	0,2	0,4	1,2	3,5
Exporte total	1,0	3,2	0,5	3,4	3,9	4,9	3,8
<b>Gesamtnachfrage</b>	<b>1,0</b>	<b>3,8</b>	<b>-1,0</b>	<b>4,1</b>	<b>5,2</b>	<b>6,7</b>	<b>8,5</b>
Importe total	-1,0	-2,7	0,6	-3,2	-3,5	-4,4	-6,0
<b>BIP</b>	<b>0,0</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,8</b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>

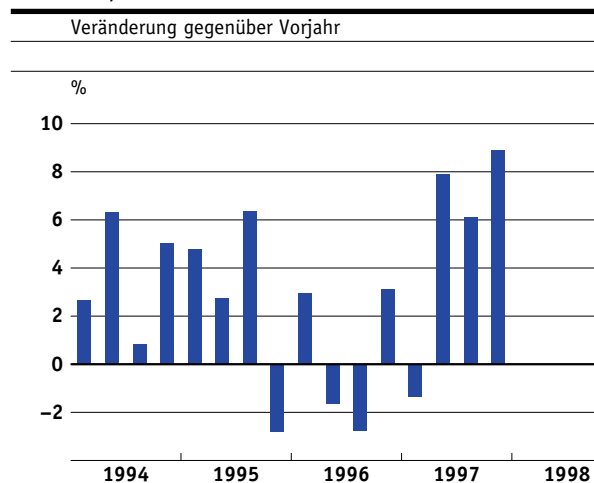
Quelle: BFS, BWA



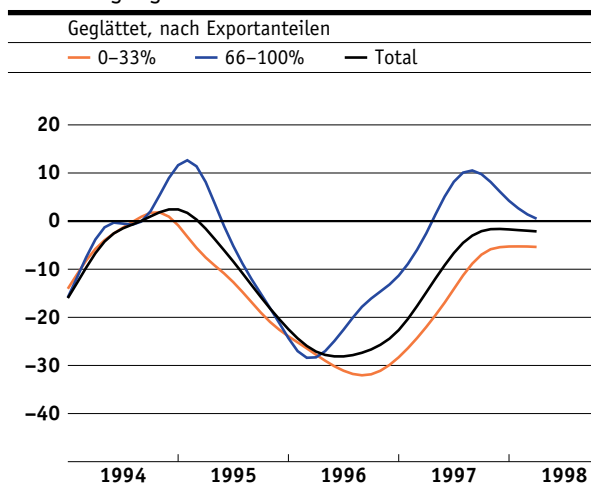
**Bruttoinlandprodukt** Grafik 15



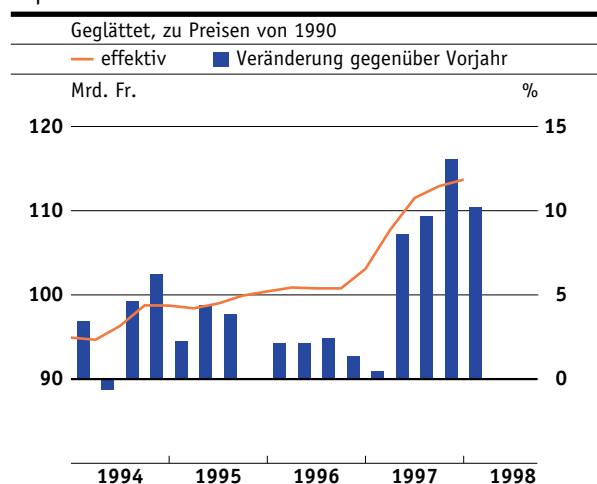
**Industrieproduktion** Grafik 17



**Geschäftsgang in der Industrie** Grafik 16



**Exporte** Grafik 18



Grafiken 15 und 18: Quartals-schätzung annualisiert. Quelle: BWA.

Grafik 16: Der Sammelindikator «Geschäftsgang in der Industrie» setzt sich aus den Ergebnissen folgender vier Fragen zusammen: Bestellungseingang und Produktion gegenüber dem Vorjahresmonat sowie den Beurteilungen des Auftragsbestandes und der Fertigfabrikatelager.

Quelle: Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich (KOF)  
Grafik 17: Quelle: BFS

## 3.2 Aussenhandel und Ertragsbilanz

### Nachlassende Exportdynamik

Der schweizerische Aussenhandel verlor im ersten Quartal an Schwung. Zum ersten Mal seit einem Jahr nahmen die Güterexporte saison- und arbeitstagbereinigt gegenüber der Vorperiode deutlich ab. Sie lagen aber immer noch um 7,4% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Die Abflachung der Exportkonjunktur war vor allem auf die stark gesunkene Nachfrage aus den ostasiatischen Ländern zurückzuführen. Ohne diesen Einbruch wären die Güterexporte um 2,5 bis 3 Prozentpunkte stärker gewachsen.

Besonders betroffen waren die Ausfuhren von Konsumgütern, deren Wachstum sich innert einem Quartal von 12,2% auf 2,4% abschwächte. Die Exporte der Uhrenindustrie, die rund 25% ihrer Ausfuhren nach Ostasien liefert, lagen um 5,4% unter dem Vorjahresniveau, nachdem sie in der zweiten Hälfte von 1997 noch leicht gestiegen waren. Die Ausfuhren von Nahrungs- und Genussmitteln nahmen gegenüber dem Vorjahr ebenfalls ab. Infolge sinkender Ausfuhren von Pharmaprodukten verloren auch die Exporte der chemischen Industrie an Schwung.

Die Ausfuhren von Investitionsgütern sowie von Rohstoffen und Halbfabrikaten wuchsen dagegen mit je rund 10% erneut kräftig. Dies widerspiegelte sich unter anderem in weiter stark steigenden Exporten der Maschinen- und Elektronikindustrie.

### Stärkere Nachfrage aus Europa

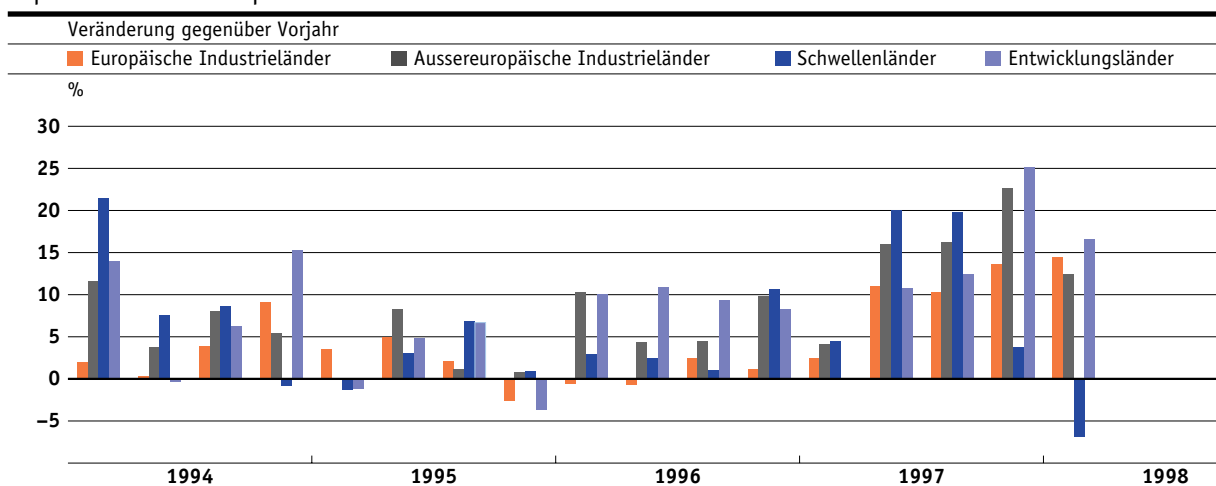
Die Belebung der europäischen Binnennachfrage bildete eine wichtige Nachfragestütze. Die nominellen Ausfuhren in die europäischen Industrieländer wuchsen mit 13% (nicht arbeitstagbereinigt) überdurchschnittlich stark. Dazu trugen vor allem die kräftig wachsenden Lieferungen nach Frankreich, Italien, Grossbritannien und in die Niederlande bei, die zusammen etwa 27% der schweizerischen Exporte auf sich vereinen. Etwas weniger dynamisch entwickelten sich die Ausfuhren nach Deutschland, dem mit Abstand wichtigsten Handelspartner, während einige der kleineren Absatzländer – Spanien, Irland und Schweden – überdurchschnittlich hohe Wachstumsraten aufwiesen. Die Ausfuhren in die aussereuropäischen Industrieländer wuchsen im Vergleich zum vierten Quartal nur halb so stark. Dies war vor allem auf die nachlassenden Lieferungen in die Vereinigten Staaten zurückzuführen, die nach dem überaus kräftigen Zuwachs von 32% im vierten Quartal noch um 12,5% stiegen. Die Ausfuhren nach Japan, die im Jahre 1997 angezogen hatten, wuchsen deutlich verlangsamt.

### Nachfrageeinbruch in den asiatischen Schwellenländern

Die Exporte in die Schwellenländer lagen im ersten Quartal um 6,3% unter dem entsprechenden Vorjahreswert. Diese Entwicklung war vom massiven Rückgang der Lieferungen in die ostasiatischen

Exporte nach Handelspartnern

Grafik 19



Ohne Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine sowie Kunstgegenstände und Antiquitäten (Total 1).  
Quelle: Eidg. Oberzolldirektion

**Reale Ausfuhren nach Verwendungszweck<sup>1</sup>**  
Veränderungen gegenüber Vorjahr in Prozent<sup>2</sup>

Tabelle 6

	1996 <sup>3</sup>	1997	1997				1998
			1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
Total	2,1	7,7	-1,6	7,9	9,8	12,6	10,7
Rohstoffe und Halbfabrikate	1,8	10,2	2,0	13,7	13,1	11,5	13,3
Investitionsgüter	2,7	7,8	-1,3	7,8	10,5	13,2	13,7
Konsumgüter	1,6	5,1	-5,1	3,2	5,8	12,2	5,7
Ausfuhrpreise	0,3	3,7	5,1	4,3	3,3	2,1	-0,1

**Reale Einfuhren nach Verwendungszweck<sup>1</sup>**  
Veränderungen gegenüber Vorjahr in Prozent<sup>2</sup>

Tabelle 7

	1996 <sup>3</sup>	1997	1997				1998
			1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
Total	1,5	6,4	0,9	8,9	3,6	9,2	9,7
Rohstoffe und Halbfabrikate	-2,4	9,6	1,0	13,4	10,9	13,0	14,3
Investitionsgüter	1,7	5,6	-2,7	8,4	5,2	10,5	15,0
Konsumgüter	4,2	2,3	-3,5	4,4	11,0	6,2	9,1
Einfuhrpreise	-0,2	5,4	6,1	4,1	5,0	3,0	-3,9

**Ertragsbilanz Salden in Mrd. Franken**

Tabelle 8

	1996 <sup>p</sup>	1997 <sup>4</sup>	1997 <sup>4</sup>				1998 <sup>4</sup>
			1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
Waren	1,2	-0,5	-0,9	-0,3	-0,5	1,2	-1,1
Spezialhandel	1,9	0,3	-0,7	-0,2	-0,4	1,6	-0,8
Dienste	15,6	17,7	5,0	4,0	4,5	4,1	5,4
Fremdenverkehr	1,8	1,8	1,2	0,0	0,4	0,2	1,2
Arbeits- und Kapitaleinkommen	14,3	17,5	4,5	4,4	4,7	4,0	4,7
Kapitaleinkommen	21,3	24,2	6,2	6,1	6,3	5,6	6,4
Laufende Übertragungen	-4,7	-4,4	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,1
<b>Total Ertragsbilanz</b>	<b>26,4</b>	<b>30,3</b>	<b>7,5</b>	<b>7,0</b>	<b>7,6</b>	<b>8,3</b>	<b>7,9</b>

1 Ohne Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine sowie Kunstgegenstände und Antiquitäten (Total 1)

2 nicht arbeitstagbereinigt

3 revidiert

4 Schätzung

p provisorisch

Quellen: Eidg. Oberzolldirektion (Tabelle 6 und 7), SNB (Tabelle 8)

Länder geprägt (-22%), wobei die Exporte nach Südkorea mit 62% weitaus am stärksten schrumpften. Der Anteil Südostasiens an den gesamten schweizerischen Güterexporten betrug im ersten Quartal noch 5,8% und lag damit deutlich unter dem Durchschnitt des Vorjahres (8%). Die markant wachsenden Exporte in die südamerikanischen Schwellenländer konnten diesen Einbruch nicht ausgleichen. Während sich auch die Ausfuhren in die Transformationsländer ausgesprochen dynamisch entwickelten, schwächte sich das Exportwachstum in die Entwicklungsländer deutlich ab.

### **Die Güterimporte durch die robuste Binnennachfrage gestützt**

Die realen Güterimporte nahmen im ersten Quartal saison- und arbeitstagbereinigt leicht ab. Sie lagen noch um 7,1% über dem entsprechenden Vorjahresniveau (4. Quartal 1997: 9,2%). Im Vorjahresvergleich bildeten sich die Einfuhren von Energieträgern infolge eines Basiseffektes um knapp einen Drittel zurück. Vor Jahresfrist hatten die Mineralölimporte massiv zugenommen, da aufgrund des neuen Mineralölsteuergesetzes die bisher zollfrei oder -begünstigt gelagerten Mineralöle als Einfuhren dem Monat Januar zugeschrieben wurden. Die Einfuhren der drei anderen Güterkategorien expandierten ungefähr gleich stark wie in der Vorperiode. Die Importe von Rohstoffen und Halbfabrikaten nahmen um 11% zu, während diejenigen von Investitions- und Konsumgütern um 11,7% bzw. 5,8% wuchsen (arbeitstagbereinigt). Weiterhin kräftig stiegen die Einfuhren von Maschinen und Computern. Bei den Konsumgütern nahmen vor allem die Importe von dauerhaften Gütern wie Personenwagen, Möbeln und Haushaltgegenständen stark zu.

Die am Mittelwertindex gemessenen Preissteigerungen bildeten sich sowohl bei den Exporten als auch bei den Importen deutlich zurück. Dies war hauptsächlich auf die tieferen Ölpreise sowie zu einem geringeren Teil auf die leichte Aufwertung des Frankens zurückzuführen. Die Importpreise lagen im ersten Quartal um knapp 4% unter dem entsprechenden Vorjahreswert, nachdem sie vor Jahresfrist noch um 6% gestiegen waren. Die Exportpreise stagnierten auf dem Vorjahresniveau, nach einem Preisanstieg von 5,1% im ersten Quartal 1997.

### **Höherer Ertragsbilanzüberschuss**

Die nominellen Güterexporte und -importe stiegen im ersten Quartal um je 10% gegenüber dem Vorjahr. Das Defizit im Aussenhandel erhöhte sich innert Jahresfrist leicht auf 0,8 Mrd. Franken. Der Aktivsaldo der Dienstleistungsbilanz wuchs um 0,4 Mrd. auf 5,4 Mrd. Franken. Besonders kräftig nahmen erneut die Kommissionseinnahmen der Banken zu. Der Überschuss der Arbeits- und Kapitaleinkommen stieg infolge höherer Kapitalerträge um 0,2 Mrd. auf 4,7 Mrd. Franken. Insgesamt stieg damit der Überschuss der Ertragsbilanz um 0,4 Mrd. auf 7,9 Mrd. Franken bzw. 8,6% des nominellen Bruttoinlandprodukts.

### 3.3 Investitionen

Die Investitionstätigkeit belebte sich im ersten Quartal. Die Ausrüstungsinvestitionen gewannen deutlich an Schwung. Im Bausektor schwächte sich der Rückgang ab. Insgesamt wuchsen damit die Anlageinvestitionen saisonbereinigt leicht und lagen um 1,5% über ihrem Vorjahresniveau.

#### Beginnende Erholung im Bausektor

Die saisonbereinigten Bauinvestitionen sanken im ersten Quartal gegenüber der Vorperiode nur noch wenig. Sie lagen damit um 2,3% unter ihrem Vorjahresstand. Die beginnende Erholung der Bautätigkeit zeigte sich insbesondere in den Zementlieferungen, deren Wachstum sich von 2,5% im vierten Quartal auf 7,8% beschleunigte. Die Erholung betraf den gesamten Bausektor, besonders aber den Wohnungsbau.

Im ersten Quartal nahm der Auftragseingang im Wohnungsbau gegenüber dem Vorjahr stark zu. Die Auftragsbestände stagnierten annähernd. Dagegen wuchsen die Auftragseingänge und -bestände im öffentlichen Bau verlangsamt. Im gewerblich-industriellen Bau waren die Auftragsbestände erneut rückläufig.

Die allmähliche Trendwende im Bausektor wird durch die Indikatoren des Industrietests und des Bautests der KOF/ETH für das erste Quartal bestätigt. In der Industrie Steine und Erden stieg der Indikator Geschäftsgang erneut stark und

befindet sich nun annähernd wieder in einem befriedigenden Bereich. Im Bauhauptgewerbe verbesserte sich zwar die Geschäftslage nur wenig; erstmals seit Bestehen des Bautests (Ende 1994) erwarten jedoch die Bauunternehmer in den nächsten drei bis sechs Monaten steigende Auftragseingänge. Sie rechnen mit einem Abflachen des Preiszerfalls und planen nur noch einen geringen Stellenabbau. Im Hochbau waren dabei die Kennzahlen besser und die Erwartungen optimistischer als im Tiefbau.

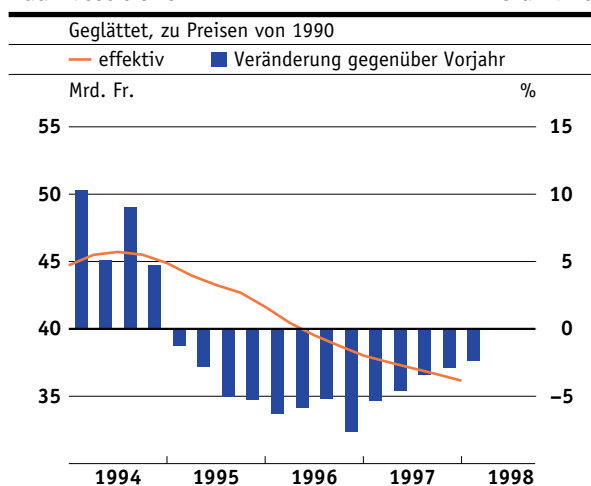
Der von Wüest & Partner berechnete Preisindex für Immobilien deutet auf eine Stabilisierung der Nachfrage hin. Die Wohnungs- und Büromieten bildeten sich nicht mehr weiter zurück, obwohl das Angebot an Mietwohnungen im ersten Quartal um rund 10% zugenommen hatte. In den Kategorien Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen stiegen die Preise sogar leicht.

#### Anziehende Ausrüstungsinvestitionen

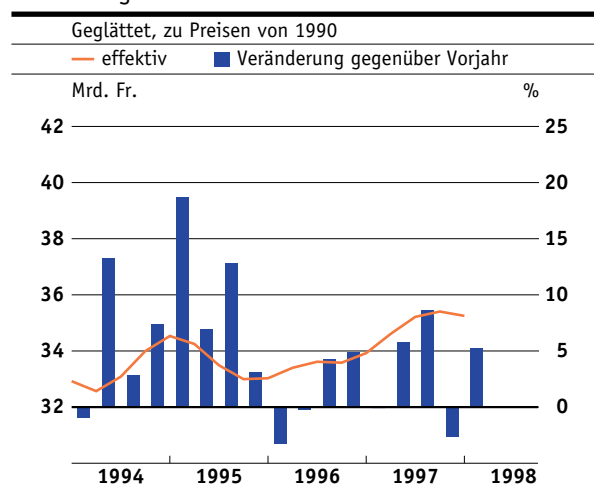
Die Ausrüstungsinvestitionen wuchsen im ersten Quartal saisonbereinigt beschleunigt. Gegenüber dem Vorjahresquartal nahmen sie um 5,2% zu. Zur Belebung der Investitionstätigkeit trugen sowohl die steigende Kapazitätsauslastung als auch die verbesserte Ertragslage der Unternehmen bei.

Die Importe von Investitionsgütern stiegen mit 11,7% leicht stärker als im vierten Quartal 1997. Besonders kräftig erhöhte sich die Nachfrage nach im Inland hergestellten Ausrüstungsgütern.

Bauinvestitionen Grafik 20



Ausrüstungsinvestitionen Grafik 21



Grafiken 20 und 21: Quartalschätzung annualisiert. Quelle: BWA

Gemäss der Quartalsumfrage des VSM bei seinen Mitgliedern lagen die inländischen Bestells-  
eingänge um 19,2% über dem Vorjahresniveau. Der  
Umsatz aus dem Inlandgeschäft erhöhte sich um  
2,3%.

### 3.4 Konsum

#### Abgeschwächte Konsumerholung

Gestützt durch eine weitere Verbesserung der  
Konsumentenstimmung und die leicht steigenden  
real verfügbaren Einkommen nahmen die realen  
Konsumausgaben im ersten Quartal gegenüber der  
Vorperiode saisonbereinigt weiter zu. Das Wachs-  
tum fiel etwas schwächer aus als in den Vorperi-  
oden. Im Vorjahresvergleich verlangsamte es sich  
auf 1,3%.

Die realen Detailhandelsumsätze lagen im  
ersten Quartal um 1,9% unter dem entsprechenden  
Vorjahresniveau. Dieser Rückgang ist vor allem dar-  
auf zurückzuführen, dass die umsatzstarken Oster-  
tage in diesem Jahr in das zweite Quartal fielen. In  
den ersten vier Monaten lagen die Detailhandels-  
umsätze um 1,2% höher als vor Jahresfrist.

Während die Umsätze von Nahrungs- und  
Genussmitteln sowie von Textil- und Bekleidungs-  
artikeln im ersten Quartal unter ihrem Vorjahres-  
niveau blieben, nahmen diejenigen von dauerhaf-  
ten Gütern wie Personenwagen und Möbeln deutlich  
zu. Auch in der Hotellerie setzte sich die Erholung  
fort. Die Zahl der Übernachtungen inländischer

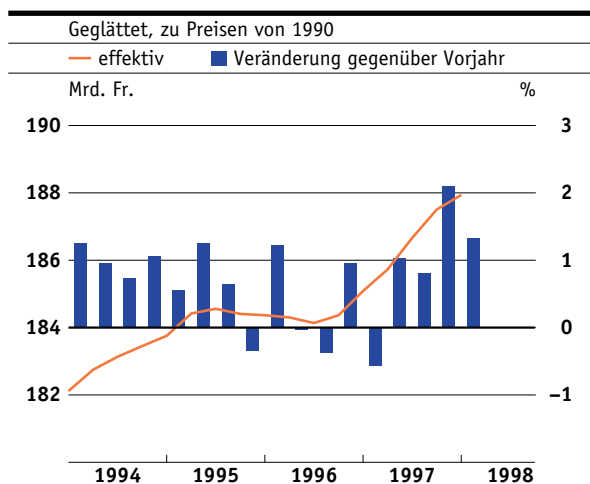
Gäste erhöhte sich gegenüber dem Vorjahr um  
1,2%.

Gemäss den Ergebnissen des von der KOF  
durchgeführten Detailhandelstests wurde die  
Geschäftslage im ersten Quartal als gut beurteilt.  
Für die kommenden drei Monate erwarten die  
Detailisten steigende Umsätze und planen dement-  
sprechend höhere Einkäufe.

#### Stark verbesserte Konsumentenstimmung

Auch die vom Bundesamt für Wirtschaft und  
Arbeit (BWA) erhobenen Konsumindikatoren deuten  
auf eine erstarkende Konsumnachfrage hin. Der  
Konsumentenstimmungsindex verbesserte sich im  
April deutlich, nachdem er im vierten Quartal teil-  
weise als Folge der Asienkrise und der damit ver-  
bundenen Unsicherheit über die künftige wirt-  
schaftliche Lage stagniert hatte. Während die  
allgemeine Wirtschaftslage markant günstiger beur-  
teilt wurde, schätzten die Haushalte ihre künftige  
finanzielle Lage immer noch verhalten ein. Die  
Arbeitsplatzsicherheit wurde aber wieder etwas  
besser beurteilt und der Zeitpunkt für grössere  
Anschaffungen deutlich günstiger eingestuft.

Privater Konsum Grafik 22



Quartalsschätzung annualisiert.  
Quelle: BWA

## 4.1 Beschäftigung

**Weiter leicht verbesserte  
Beschäftigungslage**

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt verbesserte sich im ersten Quartal. Die Zahl der Beschäftigten stieg saisonbereinigt um 0,6%. Erstmals seit Mitte 1995 übertraf sie damit wieder den entsprechenden Vorjahresstand (+0,8%). Überdurchschnittlich stark nahm die Teilzeitbeschäftigung zu (2,4%). Ihr Anteil an der Gesamtbeschäftigung stieg damit auf fast 25%. Nach Wirtschaftssektoren gegliedert, nahm die Zahl der Beschäftigten in der Industrie und im Baugewerbe gegenüber dem Vorjahr kaum mehr ab, während sie im Dienstleistungssektor um 1,3% stieg.

Wichtige Indikatoren deuten auf eine weiter zunehmende Nachfrage nach Arbeitskräften hin. Sowohl der Manpower-Index, der die Fläche der Stelleninserate in Zeitungen misst, als auch die Zahl der offenen Stellen stiegen im ersten Quartal. In den offenen Stellen sind allerdings auch die im Rahmen von Beschäftigungsprogrammen angebotenen Stellen enthalten. Die Umfrageergebnisse des KOF-Industrietests zeigen, dass die Belegschaft nur noch in wenigen Unternehmen als überhöht beurteilt wurde. Die Zahl der geleisteten Überstunden stieg weiter und lag damit auf einem Niveau wie letztmals im Jahre 1995.

Die saisonbereinigte Zahl der Arbeitslosen sank von Dezember bis April von 175 300 auf 150 900. Die Arbeitslosenquote nahm entsprechend von 4,8% auf 4,2% ab. In der deutschen Schweiz bildete sie sich von 4,1% auf 3,7% zurück. In der französischen Schweiz sank sie etwas stärker von 6,5% auf 5,6%. Nach einer Stagnation im Jahre 1997 begann die Arbeitslosenquote auch im Tessin zu fallen. Im April betrug sie noch 7%. Nach Branchen gegliedert war das Gastgewerbe immer noch am stärksten von Arbeitslosigkeit betroffen. Auch das Baugewerbe und der Handel wiesen nach wie vor eine hohe Arbeitslosigkeit auf. Im Mai sank die saisonbereinigte Arbeitslosenquote weiter auf 4%.

Die Zahl der Arbeitslosen, die bis zu einem halben Jahr ohne Stelle sind, bildete sich am stärksten zurück. Der leichte Rückgang der Langzeitarbeitslosigkeit, der im vierten Quartal 1997 begonnen hatte, setzte sich aber fort.

Auch die Zahl der Stellensuchenden nahm ab. Im April betrug sie saisonbereinigt 227 400, gegenüber 242 400 im vierten Quartal. Die Zahl der Stellensuchenden umfasst neben den arbeitslos gemeldeten Personen auch Personen, die sich in einem Beschäftigungsprogramm oder in Weiterbildung befinden, eine befristete Arbeitsstelle haben oder in der Rekrutenschule sind und eine Stelle suchen. Das BWA schätzt, dass sich 33% der Stellensuchenden in einem Beschäftigungs- oder Wei-

**Arbeitsmarkt** nicht saisonbereinigte Zahlen

Tabelle 9

	1996	1997	1997				1998		
			1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	April	Mai
Voll- und Teilzeitbeschäftigte <sup>1</sup>	-0,3	-1,6	-1,9	-2,2	-1,4	-1,1	0,8	-	-
Vollzeitbeschäftigte <sup>1</sup>	-1,0	-1,8	-2,3	-2,1	-1,6	-1,3	0,3	-	-
Arbeitslosenquote <sup>2,3</sup>	4,7	5,2	5,7	5,3	5,0	4,9	4,8	4,2	3,9
Arbeitslose <sup>3</sup>	168,6	188,3	204,7	191,7	180,2	176,7	174,9	153,9	142,4
Stellensuchende <sup>3</sup>	206,7	244,1	247,1	244,5	240,9	243,8	244,0	230,2	221,9
Kurzarbeiter <sup>3</sup>	13,1	6,6	14,8	6,4	2,2	3,0	5,6	4,0	-
Gemeldete offene Stellen <sup>3</sup>	5,6	9,6	7,4	10,5	10,4	10,1	12,9	14,4	14,9

1 Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

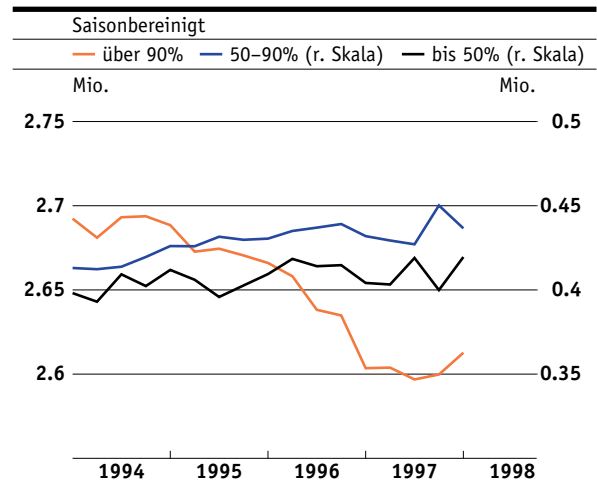
2 Registrierte Arbeitslose in Prozent der erwerbsfähigen Wohnbevölkerung gemäss Volkszählung 1990 (3 621 716 Erwerbspersonen)

3 in Tausend; Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnittswerte aus Monatswerten.  
Quellen: BWA, BFS

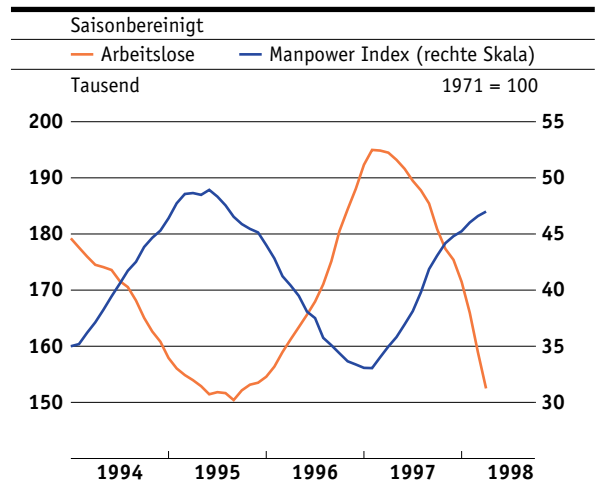
terbildungsprogramm befinden; rund 45% gehen einem Zwischenverdienst nach.

Die Kurzarbeit sank erneut deutlich. Die Zahl der Betroffenen betrug im April noch 2400, gegenüber 3700 im Dezember und 7000 ein Jahr zuvor. Innert Jahresfrist nahm auch die Zahl der durch Kurzarbeit ausgefallenen Stunden deutlich ab. Am meisten von Kurzarbeit betroffen waren der Bausektor, die Holzindustrie und der Bereich Beratung, Planung und Informatik.

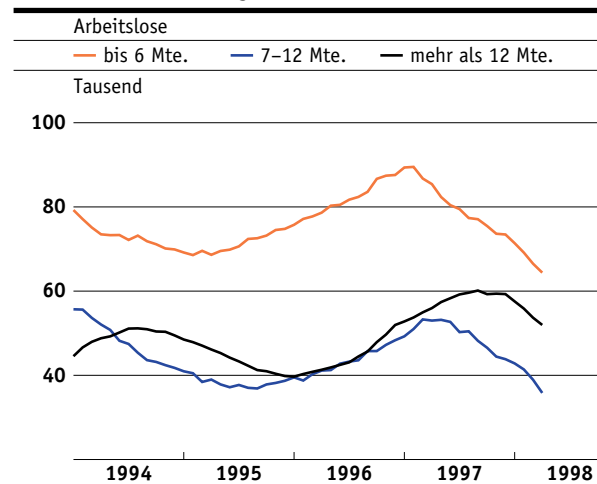
Voll und Teilzeitbeschäftigung Grafik 23



Arbeitslosigkeit und offene Stellen Grafik 24



Dauer der Arbeitslosigkeit Grafik 25



Grafiken 23 - 25: Quelle: BFS



## 5 Preise

### 5.1 Konsumentenpreise

#### Stabile Preise im ersten Quartal ...

Im ersten Quartal blieben die Konsumentenpreise stabil, nachdem sie sich im vierten Quartal 1997 noch leicht erhöht hatten (0,4%). Eine Teuerung von Null war letztmals Ende 1986 verzeichnet worden. Zum Rückgang der Teuerung trugen die fallenden Erdölpreise bei. Gemäss dem Index ohne Erdölprodukte betrug die Teuerung 0,3%.

Die Warenpreise verharrten auf ihrem Vorjahresniveau, nachdem sie im Vorquartal noch um 0,6% gestiegen waren. Während sich die Preise für Nahrungsmittel und Getränke sowie für Bekleidung und Schuhe innert Jahresfrist erneut erhöhten, sanken die Erdölpreise stark (-8,7%) und kompensierten den Preisanstieg in den ersten beiden Gruppen.

Die Teuerung bei den privaten Dienstleistungen ging leicht von 0,3% im vierten auf 0,2% im ersten Quartal zurück. Dies war hauptsächlich eine Folge der seit November 1997 stabilen Wohnungsmieten. Die öffentlichen Dienstleistungen verbilligten sich erneut um 0,5%, wobei die Kommunikationsdienstleistungen am stärksten zu diesem Rückgang beitrugen (-10,5%).

Die Teuerung bei den inländischen und den ausländischen Waren und Dienstleistungen glich

sich aus. Während sich die ausländischen Waren und Dienstleistungen hauptsächlich infolge der sinkenden Erdölpreise um durchschnittlich 0,6% verbilligten, betrug die inländische Teuerung 0,2%.

#### ... und im April und Mai

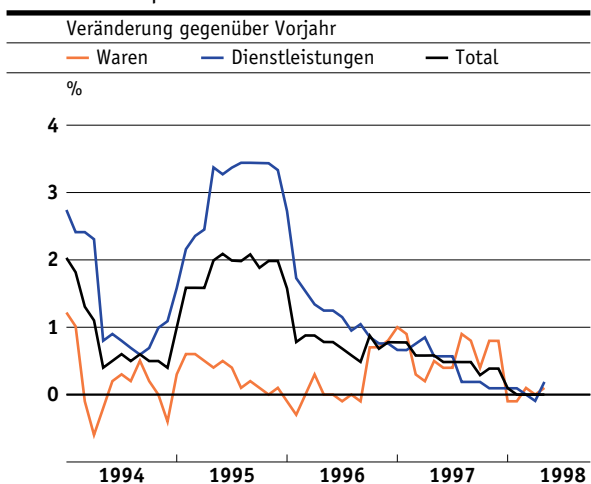
Im April und im Mai 1998 blieb die Teuerung auf Konsumstufe sehr tief (0% bzw. 0,1%). Die Warenpreise waren stabil. Die Teuerung der privaten Dienstleistungen betrug 0,1% bzw. 0,3%, die öffentlichen Dienstleistungen verbilligten sich stärker um 0,8%.

### 5.2 Preise des Gesamtangebots

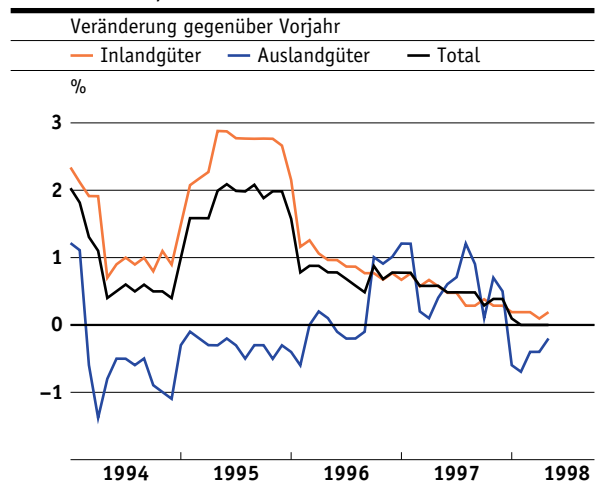
#### Erneut leicht rückläufige Produzentenpreise

Der Preisindex des Gesamtangebots (Produzenten- und Importpreise) lag im ersten Quartal um 0,2% unter dem entsprechenden Vorjahreswert, nachdem er in der Vorperiode noch um 0,9% gestiegen war. Die Produzentenpreise, die seit Mitte 1995 rückläufig sind, fielen mit 0,6% stärker als im Vorquartal. Die Rohstoffe verbilligten sich mit 2% am deutlichsten. Bei den Halbfabrikaten und den Investitionsgütern kam es ebenfalls zu Preissenkungen, während die Preise für Konsumgüter annähernd unverändert blieben.

Konsumentenpreise Grafik 26



Konsumentenpreise Grafik 27



Grafiken 26 und 27: Quelle: BFS

### Nur noch schwach steigende Importpreise

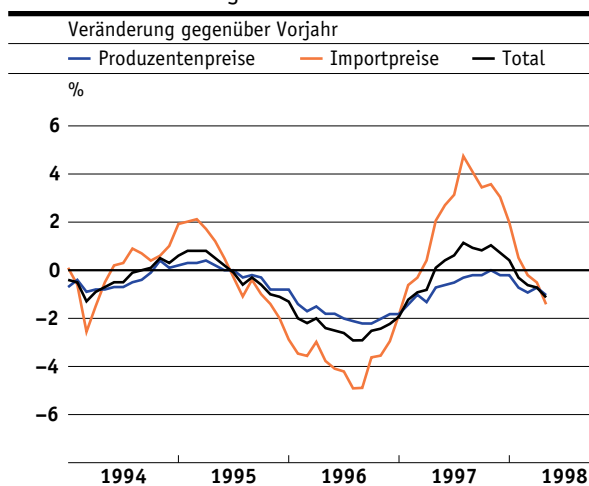
Auch auf der Importstufe bildete sich die Teuerung stark zurück. Im ersten Quartal übertraf der Importpreisindex seinen Vorjahresstand nur noch um 0,8%. Der Preisanstieg für importierte Rohstoffe flachte sich deutlich, derjenige für Halbfabrikate leicht ab. Die importierten Investitionsgüter verbilligten sich dagegen nur noch wenig.

## 5.3 Teuerungsaussichten

In den kommenden Monaten dürfte die Teuerung weiterhin tief bleiben. Das Bundesamt für Statistik (BFS) rechnet aufgrund der Lohnverhandlungen vom Herbst 1997 mit nur geringfügigen realen Lohnerhöhungen im Jahre 1998. Von dieser Seite ist wenig Druck auf die Preise inländischer Güter zu erwarten. Bei den Dienstleistungspreisen dämpfen die Deregulierung im Telekommunikationssektor und die stabilen Mieten die Teuerung. Angesichts des nach wie vor hohen Leerwohnungsbestandes dürfte sich daran in den nächsten Monaten nur wenig ändern. Die Erdölpreise liegen deutlich unter ihrem Vorjahresstand und werden sich damit auch in den kommenden Monaten dämpfend auf die Teuerung des Konsums und des Gesamtangebots auswirken.

Preise des Gesamtangebots

Grafik 28



Grafiken 28: Quelle: BFS

# Eröffnungsansprache an der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank

Jakob Schönenberger, Präsident des Bankrats

Gehalten in Bern am 24. April 1998

# Einleitung

Der Strukturwandel im Schweizer Bankgewerbe hat sich mit der geplanten Fusion zwischen der Schweizerischen Bankgesellschaft und dem Schweizerischen Bankverein erneut beschleunigt. Im Unterschied zu den Umwälzungen zu Beginn der neunziger Jahre weist der Zusammenschluss der zwei Grossbanken über unser Land hinaus. Der intensive Wettbewerb auf den internationalen Märkten veranlasst nicht nur industrielle Unternehmen, sondern auch die Schweizer Grossbanken, ihre Strukturen fortlaufend zu verändern. Die von den globalen Märkten ausgehenden Wirkungen sind Gegenstand einer intensiven Diskussion. Klar ist, dass das Ausruhen auf früher errungenen Lorbeeren weder für die Unternehmen noch für die Wirtschaftspolitik wirtschaftlichen Erfolg verspricht.

## 1 Der Strukturwandel im Schweizer Bankgewerbe: Ein Rückblick

Nur allzu oft erliegen wir der Versuchung, Aktuelles und absehbar Bevorstehendes in ihrer Bedeutung zu überschätzen. Ein kurzer Blick in die Geschichte mag helfen, die richtigen Proportionen in bezug auf den Strukturwandel des Schweizer Bankgewerbes zu wahren.

Trotz allen Umwälzungen sind die Aufgaben, welche die Banken für die Volkswirtschaft erfüllen, unverändert geblieben: das Anbieten von Anlagemöglichkeiten, das Plazieren der Mittel bei Unternehmen und Haushalten sowie die Bereitstellung von Dienstleistungen im Zahlungsverkehr und in der Vermögensverwaltung. Ebenfalls eine Konstante stellt die internationale Verflechtung des Schweizer Bankgewerbes dar. Schon die ersten Privatbankiers fanden ihr Betätigungsfeld nicht im inländischen Kreditmarkt, der wegen des Kapitalreichtums der alten Eidgenossenschaft keinen Nährboden für einheimische Banken abgab, sondern im Ausland. Der bis heute anhaltende Erfolg der Privatbankiers zeigt, dass die Schweiz nicht erst seit kurzem Heimat von Bankiers mit internationalen Ambitionen ist.

Die Industrialisierung im 19. Jahrhundert erforderte einerseits viel Kapital. Andererseits führte sie zu steigenden Einkommen und weckte damit das Bedürfnis der arbeitenden Bevölkerung nach sicheren, liquiden und zinstragenden Anlage-

formen. Aufgrund dieser Konstellation entwickelten sich damals viele Finanzinstitute, die noch heute das Aussehen des Schweizer Bankensektors prägen. Ein Problem war auch damals die Verfügbarkeit von Krediten für kleine und mittlere Unternehmen. Der Erfolg der in diesem Geschäft tätigen Kantonal-, Hypothekar-, Genossenschafts- und Volksbanken belegt, dass das inländische Massengeschäft durchaus rentabel sein kann. Wenn dies heute nicht der Fall ist, so liegt dies wohl eher an einem durch Überkapazitäten geschaffenen Ungleichgewicht. Ich sehe keinen überzeugenden Grund, weshalb das Einlagen- und Kreditgeschäft in einer der reichsten Industrienationen auf Dauer keinen Gewinn abwerfen sollte.

Eine eigentliche Zäsur ergab sich in den dreissiger Jahren dieses Jahrhunderts. Zahlreiche Banken vermochten den Verwerfungen der grossen Depression nicht standzuhalten, und der Staat gab dem Finanzsektor neue Rahmenbedingungen. Das in der Schweizer Bankenaufsicht verfolgte liberale Konzept erwies sich als vorteilhaft. Zusammen mit den hervorragenden wirtschaftlichen Rahmenbedingungen der fünfziger und sechziger Jahre bildete es die Basis für eine Periode starken Wachstums im Schweizer Bankwesen. Der in diese Zeit fallende Zuzug zahlreicher ausländischer Banken belegte die Attraktivität des Finanzplatzes Schweiz. Gleichzeitig begannen die Grossbanken ihre trotz wechselndem Erfolg bis heute anhaltende Expansion in das internationale Finanzgeschäft.

Im Inland fand die Expansion der Banken Ende der achtziger Jahre ein abruptes Ende. Die Abschaffung kartellistischer Praktiken und die Abschwächung der Konjunktur liessen ungesunde Strukturen, die sich in der Wirtschaft und im Bankgewerbe herangebildet hatten, sichtbar werden. Besonders schwerwiegend wirkte sich im schweizerischen Kreditsystem, das wie kein anderes auf der Welt auf die hypothekarische Sicherung setzte, der drastische Rückgang der Immobilienpreise aus. Nach der Schliessung der Schalter der Spar- und Leihkasse Thun erfolgte eine Umstrukturierung, die zum Ausscheiden von gegen 100 Banken führte und mit wenigen Ausnahmen ohne öffentliche Mittel erfolgte. Die Gesamtheit der Banken schrieb weitgehend aus eigener Kraft in den Jahren 1991 bis 1996 den sehr hohen Betrag von 42 Mrd. Franken auf inländischen Krediten ab. Am stärksten litten natürlich die vorwiegend im inländischen Kreditgeschäft tätigen Institute, die eine nur wenig diversifizierte Ertragsstruktur aufweisen. Die Anpassung an die Markt-

gegebenheiten erforderte schmerzhaft Korrekturen der Geschäftspolitik. Diesen Anpassungen ist zu verdanken, dass auch die meisten Kantonal- und Regionalbanken heute mit einigem Optimismus in die Zukunft blicken dürfen.

Die Umstrukturierung der Banken hatte auch schmerzliche Konsequenzen für das Bankpersonal. Nach jahrelangem starkem Ausbau waren viele Banken gezwungen, ihren Personalbestand deutlich zu reduzieren. Der grösste Teil des Personalabbaus erfolgte durch Ausnützen der Fluktuation und durch Frühpensionierungen, so dass relativ wenig Entlassungen ausgesprochen werden mussten. Dennoch war der Umschwung nach jahrelanger Begünstigung des Personals durch die starke Expansion der Banken empfindlich zu spüren.

## 2 Ausblick

Das Finanzsystem wird sich auch in Zukunft unter dem Einfluss wirtschaftlicher, technologischer und regulatorischer Veränderungen weiter wandeln. Die Grossbankenfusion bedeutet nicht das Ende des Strukturwandels auf dem Finanzplatz Schweiz. Neue Vertriebsformen für Finanzdienstleistungen, die wachsende Rolle des Kapitalmarktes in der Mittelbeschaffung und -anlage sowie andere, zum Teil nicht voraussehbare Entwicklungen werden die Schweizer Banken auch in Zukunft zwingen, ihre Tätigkeit den sich ändernden Marktverhältnissen anzupassen. Erfolg wird dabei vor allem jenen Instituten beschieden sein, welche einen Beitrag zu den sich wandelnden Bedürfnissen der Kundschaft liefern können, ohne dabei die Kosten und Risiken zu vernachlässigen. Vor allem für die Grossbanken mag dies eine noch stärkere internationale Ausrichtung bedingen. Für andere Banken verspricht dagegen eher eine Politik Erfolg, die sich durch gute Kenntnisse der lokalen Gegebenheiten und durch Kundennähe auszeichnet.

Die hohe Kadenz des Wandels im Finanzsektor stellt nicht nur die Banken vor grosse Herausforderungen, sondern auch die in diesem Bereich tätigen Behörden. Deren Aufgabe muss auch in Zukunft in der Sicherstellung des Wettbewerbs, dem Schutz der Bankgläubiger und der Wahrung der Stabilität des Bankensystems liegen. Der Sicherstellung der Solvenz der einzelnen Institute kommt hierbei zentrale Bedeutung zu. Namentlich die zunehmende Internationalisierung des Finanzgeschäfts und der Einzug neuer Finanzinstrumente haben die Aufgabe

der Eidgenössischen Bankenkommission und anderer Aufsichtsbehörden anspruchsvoller werden lassen. Die Absicht der Eidgenössischen Bankenkommission, zusätzliche Ressourcen auf die Überwachung der in der Schweiz domizilierten grossen Finanzinstitute zu verwenden, trägt deren komplexen Risikoprofilen Rechnung und verdient Unterstützung.

Eine wirksame Aufsicht über die Grossbanken liegt nicht zuletzt auch im Interesse der Nationalbank. Der Hauptbeitrag der Nationalbank zur Sicherung der Stabilität des Finanzsystems besteht in einer stabilitätsorientierten Geldpolitik. Daneben übt die Nationalbank aber auch die Funktion des «Lender-of-last-resort» aus. Nur ungern würde sie ihre – bisher glücklicherweise bescheidenen – Erfahrungen in diesem Bereich ergänzt sehen. Deshalb hat die Nationalbank ein starkes Interesse daran, dass das globale Engagement der Grossbanken deren Solvenz und Sicherheit nicht beeinträchtigt. Der Gegensatz zwischen internationaler Bedeutung der Schweizer Grossbanken und Kleinheit ihres Heimmarktes schafft aus Sicht des Systemschutzes ein nicht zu vernachlässigendes Spannungsfeld. Die Nationalbank unterstützt deshalb Massnahmen, welche die Risiken im internationalen Finanzsystem reduzieren helfen.

Die durch den wirtschaftlichen Wandel verursachten Unsicherheiten sollten nicht zum Anlass genommen werden, die Aufgaben der Marktteilnehmer und der staatlichen Behörden zu vermengen. Die Verantwortung der staatlichen Behörden erstreckt sich auf die Gestaltung der Rahmenbedingungen, innerhalb derer sich die Marktteilnehmer entfalten können. Innerhalb des durch den Staat abgesteckten Rahmens haben die Marktteilnehmer ihre Aufgabe eigenverantwortlich wahrzunehmen. Kürzlich war es die Finanzkrise in Asien, die einmal mehr die Kosten aufzeigte, zu denen eine Vermischung staatlicher und privater Verantwortlichkeiten führt, insbesondere wenn Kredite in grossem Umfang aufgrund politischer Kriterien zugeteilt werden. Bei der Gestaltung der staatlichen Rahmenbedingungen muss den Marktkräften genügend Raum zur Entfaltung ihrer disziplinierenden Wirkung gelassen werden. Nur ein den Marktkräften ausgesetzter Finanzsektor vermag dauerhaft zum Wohlstand beizutragen.



# Referat an der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank

Hans Meyer, Präsident des Direktoriums

Gehalten in Bern am 24. April 1998

Vor einem Jahr zeichnete sich in unserem Lande das Ende der jahrelangen Stagnation ab. Ein vorsichtiger Optimismus wurde spürbar. Heute wissen wir, dass sich die damaligen Hoffnungen zu einem guten Teil erfüllt haben. Unsere Wirtschaft begann wieder zu wachsen. Dabei ging die Erholung von der Aussenwirtschaft aus. Im Verlaufe des Jahres gewann sie an Breite und erfasste auch Teile der Binnenwirtschaft. Die Finanzkrise in Ostasien dämpfte allerdings die Erwartungen. Die Ereignisse rund um die geplante Europäische Währungsunion stellten uns vor zusätzliche Herausforderungen.

Andere Aufgaben beschäftigten uns ebenfalls intensiv. In erster Linie denke ich an die Reform der Währungsverfassung. Im betrieblichen Bereich stand die Neuordnung des Bargeldverkehrs im Vordergrund. Schliesslich galt es, im Einvernehmen mit dem Bundesrat die Gewinnausschüttung der Nationalbank neu zu regeln.

## 1 Wirtschaftslage und Geldpolitik

Im vierten Quartal 1997 lag das reale Bruttoinlandprodukt um 2% höher als ein Jahr zuvor. Bemerkenswert war dabei der unerwartet kräftige Aufschwung der Exporte. Günstige monetäre Rahmenbedingungen, die spürbare Konjunkturerholung in den europäischen Partnerländern sowie die konsequente Anpassung an den Strukturwandel gaben der Aussenwirtschaft neuen Auftrieb. Langsam fasste aber auch die Binnenwirtschaft Tritt. Der private Konsum belebte sich, während die Investitionsbereitschaft anhielt. Dämpfend wirkte sich die weiterhin gedrückte Lage in der Bauwirtschaft aus. Diese Branche litt unter der noch immer schwachen Nachfrage im Wohnungs- und Gewerbebau sowie den weiterhin bestehenden Überkapazitäten der Anbieter. Wenn auch die rezessiven Tendenzen in den letzten Monaten nachgelassen haben, wird die schmerzliche Strukturanpassung doch noch geraume Zeit anhalten.

Am Arbeitsmarkt zeigten sich erste Silberstreifen am Horizont. Im vierten Quartal nahm die Beschäftigung gegenüber der Vorperiode erstmals seit rund zwei Jahren wieder zu. Mehr offene Stellen und eine optimistischere Beurteilung der Beschäftigungslage durch die Arbeitgeber zeigen ebenfalls, dass die Nachfrage nach Arbeitskräften allmählich wieder anzieht. Dennoch wird sich die Arbeitslosigkeit nur langsam zurückbilden. Vor

allem Arbeitskräfte mit geringer Qualifikation werden weiterhin Mühe haben, rasch einen neuen Arbeitsplatz zu finden. Der Rationalisierungsdruck hält an. Er hat inzwischen auch den beschäftigungsmässig wichtigen Gross- und Einzelhandel erfasst. Trotzdem sind die Aussichten dafür gut, dass die Beschäftigung in der Schweiz in den nächsten Jahren wieder zunehmen wird. Die in der jüngeren Vergangenheit unternommenen Anstrengungen zur Liberalisierung und Revitalisierung unserer Wirtschaft beginnen Früchte zu tragen. Sie bleiben auch in den kommenden Jahren ein wichtiges Anliegen.

Lassen Sie mich damit zur Geldpolitik übergehen. Im Jahre 1997 führten wir unsere grosszügige Geldpolitik weiter. Angesichts der immer noch schwachen Konjunktur galt unsere Hauptsorge der Wechselkursentwicklung. Wir waren bestrebt, der Tendenz zu einer übermässigen Aufwertung des Schweizerfrankens entgegenzuwirken. Im Oktober liessen wir einen Anstieg der kurzfristigen Sätze zu, da sich zu diesem Zeitpunkt die Konjunkturerholung gefestigt hatte.

Die Finanzkrise, die im Sommer in Thailand ausgebrochen war und sich rasch in Ostasien ausweitete, änderte jedoch unsere Lagebeurteilung. Der Franken geriet im Herbst unter verstärkten Aufwertungsdruck. Dies veranlasste uns, den Markt mit zusätzlicher Liquidität zu versorgen. Bis zum Jahresende bildete sich der Satz für Tagesgeld auf weniger als 1% zurück. Die erneute Lockerung schien uns im Blick auf die Geldmengenentwicklung vertretbar. Vor allem hatte sich das Wachstum der breit definierten Geldmenge  $M_3$  wieder auf ein angemessenes Ausmass abgeschwächt.

Wie wir im vergangenen Dezember angekündigt hatten, setzten wir die bisherige Geldpolitik auch im neuen Jahr fort. Im Vordergrund steht weiterhin das Bestreben, einer für die Wirtschaftsentwicklung unerwünschten Höherbewertung des Schweizerfrankens entgegenzuwirken. Unsere Politik hatte zur Folge, dass sich die Geldmarktsätze weiter zurückbildeten. Im Durchschnitt der Monate Januar und Februar erreichten sie den tiefsten Stand seit 1978. Auch die langfristigen Zinssätze bildeten sich deutlich zurück. Seither sind sie wieder etwas gestiegen.

Das noch bescheidene Wirtschaftswachstum, nicht voll ausgelastete Kapazitäten sowie die günstigen Teuerungsaussichten lassen das Risiko, das mit einer grosszügigen Geldversorgung verbunden ist, vorderhand als gering erscheinen. Im ersten



Quartal blieben die Konsumentenpreise auf dem Vorjahresstand. Es ist denkbar, dass sie sich in den kommenden Monaten sogar leicht zurückbilden werden. Die jüngste Senkung der Hypothekarzinsen dürfte zu einem leichten Rückgang der Wohnungsmieten führen. In anderen Bereichen, wie etwa der Telekommunikation, führt der verstärkte Wettbewerb zu tieferen Preisen. Auch der Rückgang der Erdölpreise dämpft die Entwicklung der Konsumentenpreise. Die Angst vor einer Deflation ist unseres Erachtens aber nicht begründet. Im Jahre 1997 beschleunigte sich das Wirtschaftswachstum und die Aussichten, dass sich der Aufschwung im laufenden Jahr fortsetzen wird, sind gut. Der hohe Grad an Preisstabilität stellt für unsere Wirtschaft einen erheblichen Vorteil dar.

## 2 Internationale Währungslage

Im Verlaufe des vergangenen Jahres warf die bereits erwähnte Finanz- und Wirtschaftskrise in Ostasien auf den internationalen Finanzmärkten zunehmend hohe Wellen.

Die Hintergründe dieser Krise sind vielschichtig. In den vergangenen Jahren flossen umfangreiche Gelder aus den Industriestaaten in die aufstrebenden Länder Ostasiens. Bei diesen Geldern handelte es sich in der Regel nicht um Mittel, die für Direktinvestitionen bestimmt waren. Vielmehr waren es kurzfristige Geldanlagen, die aber trotzdem in langfristige Projekte investiert wurden, welche häufig wenig produktiv waren. Da in einigen Ländern Ostasiens die Wechselkurse gegenüber dem Dollar fixiert waren, wurden überdies die Kursrisiken unterschätzt.

Durch die Aufwertung des Dollars verloren diejenigen Länder, die ihre Währung fest mit der amerikanischen verbunden hatten, vor allem gegenüber Japan an Wettbewerbsfähigkeit. Das Wachstum der Exporte und damit auch dasjenige der gesamten Wirtschaft schwächte sich ab. Dies löste den Kollaps der aufgeblähten Immobilien- und Aktienmärkte aus. Die Anleger kamen zur Einsicht, dass die fixierten Wechselkurse gefährdet waren und flüchteten aus den lokalen Währungen. Die erfolgten Abwertungen erhöhten den Druck auf die hoch verschuldeten Industrieunternehmen und Banken.

Unter dem Druck massiver Kapitalabflüsse sahen sich zunächst Thailand, dann aber auch

Indonesien und Südkorea genötigt, die Hilfe des Internationalen Währungsfonds zu beanspruchen. Die Philippinen verlängerten eine bereits bestehende Kreditvereinbarung. Neben den Mitteln des Währungsfonds wurden auch Gelder der Weltbank und der Asiatischen Entwicklungsbank eingesetzt. Sodann erklärten sich verschiedene Länder bereit, im Sinne einer zweiten Verteidigungslinie bilaterale Kredite zur Verfügung zu stellen. In diesem Rahmen vereinbarte die Schweizerische Nationalbank mit Südkorea einen Kredit in der Höhe von rund 312 Mio. Dollar, der vom Bund garantiert ist. Diese bilateralen Kredite sind an die Auflage gebunden, dass sich die Empfängerländer umfassenden Reformprogrammen unterziehen.

Die Reformprogramme des Internationalen Währungsfonds tragen den Besonderheiten der Krise Rechnung. Sie sehen neben den üblichen makroökonomischen Massnahmen Vorkehrungen im Blick auf die Restrukturierung von Banken und Industrieunternehmen vor. Die Ausstattung der Banken mit Eigenkapital soll verstärkt und die Bankenaufsicht verbessert werden. Ausländische Anleger, die die Risiken ihrer Investitionen in Ostasien offensichtlich unterschätzten, sollen in die Sanierungsbemühungen einbezogen werden.

Die skizzierten Massnahmen haben erste Wirkungen entfaltet. So kam der Zerfall der Währungen, die im Strudel der Ereignisse Wertebussen von mehr als 50% erlitten hatten, zum Stillstand. Die betroffenen Länder werden aber vorübergehende Produktions- und Beschäftigungseinbussen hinnehmen müssen.

Die Ereignisse in Ostasien bestätigen, dass eine nachhaltige wirtschaftliche Entwicklung im regionalen wie auch im globalen Rahmen nur auf der Grundlage gesellschaftlich und wirtschaftlich stabiler Einzelstaaten möglich ist. Eine unausgewogene Wirtschaftsentwicklung, Korruption, schwache Finanzsysteme und ungenügende Finanzmarktaufsicht sind lediglich Symptome eines Ungleichgewichtes zwischen der wirtschaftlichen und der gesellschaftlichen Entwicklung. Es ist in erster Linie Aufgabe der einzelnen Gemeinschaften, ein solches Ungleichgewicht zu korrigieren. Über die Schwierigkeiten, die mit dieser Aufgabe verbunden sind, kann niemand hinwegsehen.

Die Folgen der ostasiatischen Krise werden auch Nordamerika und Europa zu spüren bekommen. Die meisten Prognostiker rechnen indessen nicht mit einer starken Abflachung des realen Wachstums. Dies gilt auch für die Schweiz. Das Wachstum

der schweizerischen Exporte nach Ostasien hat sich zwar deutlich verlangsamt. Diese Länder sind aber für unsere Wirtschaft insgesamt nicht so bedeutend, dass die Krise den Konjunkturverlauf in der Schweiz ernsthaft gefährden dürfte. Bis jetzt äuserten sich die asiatischen Turbulenzen vor allem in einer weiteren Aufwertung des Schweizerfrankens.

Der Aufwärtsdruck auf den Franken wurde durch die anhaltenden Unsicherheiten im Vorfeld der Europäischen Währungsunion noch verstärkt. Die Entscheide, die die Europäische Union in zehn Tagen treffen wird, haben indessen bereits zu einer Beruhigung am Devisenmarkt geführt. Wir werden die Bestrebungen zur Schaffung einer europäischen Einheitswährung – des Euro – weiterhin genau verfolgen und bei der Festlegung unseres geldpolitischen Kurses berücksichtigen.

### 3 Reform der Währungsverfassung

Auf dem Weg zur Reform der schweizerischen Währungsverfassung wurden im vergangenen Jahr wichtige Schritte zurückgelegt. Ende Oktober stellte eine Expertengruppe ihren Entwurf für einen neuen Verfassungsartikel über Geld und Währung vor. Der Bundesrat gab im Dezember 1997 auf dieser Grundlage seinen Vorschlag für einen Geld- und Währungsartikel, der die Akzente leicht anders setzte, in die Vernehmlassung. Das Echo bei den Kantonen, Parteien und Sozialpartnern war überwiegend positiv.

Der vom Bundesrat vorgeschlagene Geld- und Währungsartikel löst den Franken auch rechtlich von der faktisch längst überholten Goldbindung, präzisiert den Auftrag der Notenbank und verankert ihre Unabhängigkeit in der Verfassung. Zusammen mit der Verpflichtung der Nationalbank, die zur Erfüllung ihres Auftrages notwendigen Währungsreserven zu halten, ergibt sich so eine moderne monetäre Grundordnung, die auch den internationalen Entwicklungen angemessen Rechnung trägt.

Der vom Finanzdepartement erarbeitete Reformentwurf weist gegenüber der Version des Geld- und Währungsartikels, die im Rahmen der Verfassungsnachführung seit Beginn dieses Jahres vor den Eidgenössischen Räten liegt, verschiedene Vorteile auf. Indem der Notenbankauftrag über die Ausrichtung auf das Gesamtinteresse hinaus auf das vorrangige Ziel der Preisstabilität hin konkretisiert und damit präziser formuliert wird, bildet er ein

adäquates Gegengewicht zur Aufgabe der Goldbindung. Dies wird das Vertrauen in die Stabilität des Frankens stärken. Die vorgesehene Präzisierung des Notenbankauftrages drängt sich auch im Hinblick auf die verfassungsrechtliche Verankerung der Unabhängigkeit auf. Eine auftragsbezogene Unabhängigkeit dient der Einbindung der Nationalbank in das staatliche Gefüge und ermöglicht eine klare Rechenschaftsablage gegenüber Bund und Öffentlichkeit.

Im Zuge der Aufhebung der Goldbindung des Frankens ist darüber zu entscheiden, was mit den für die Führung der Geldpolitik nicht benötigten Goldreserven geschehen soll. Es handelt sich dabei etwa um die Hälfte des gegenwärtigen Goldbestandes der Nationalbank von rund 2600 Tonnen. Anders als die Nachführungsversion des Geld- und Währungsartikels verpflichtet der vom Finanzdepartement vorgeschlagene Verfassungswortlaut die Nationalbank nicht nur zum Aufbau, sondern auch zum Halten ausreichender Währungsreserven. Das heisst umgekehrt, dass jene Währungsreserven, welche die Nationalbank zur Erfüllung ihres geldpolitischen Auftrages nicht benötigt, für andere öffentliche Zwecke zur Verfügung stehen. Von diesem in vielen Jahren akkumulierten Volksvermögen will der Bundesrat Gold im Gegenwert von 7 Mrd. Franken aus der Bilanz der Nationalbank ausgliedern. Damit soll das Vermögen der geplanten Schweizerischen Stiftung für Solidarität gebildet werden. Die weiteren für die Geldpolitik nicht benötigten Goldreserven sollen im Eigentum der Nationalbank bleiben und nach kommerziellen Gesichtspunkten bewirtschaftet werden. Diese Aufgabe scheint mir in einer Weise lösbar zu sein, die Interessenkonflikte zwischen der Verwaltung des Volksvermögens und der Führung der Geldpolitik ausschliesst. Zu denken ist an eine Verwaltung dieser Vermögenswerte durch Dritte, wobei die Nationalbank die Verwalter bezeichnen, die Richtlinien aufstellen und die Verwaltungstätigkeit überwachen würde.

Das allerdings wird Gegenstand einer Revision des Nationalbankgesetzes sein, die auf die Reform der Währungsverfassung folgen muss. Die Modernisierung des Notenbankgesetzes dürfte auch Fragen ausserhalb der Demonetisierung des Goldes umfassen. Ich denke dabei besonders an die etwas in die Jahre gekommene Organisationsstruktur der Nationalbank und an ihr teilweise nicht mehr zeitgemässes Instrumentarium.

## 4 Neukonzeption des Bargeldverkehrs

Vor einem Jahr kündigte ich Ihnen eine Überprüfung unserer Organisationsstruktur an. Heute liegen die Ergebnisse für den Bargeldverkehr vor.

Unser Umfeld hat sich in diesem Bereich in den letzten Jahren stark verändert. Die wichtigsten Geschäftspartner – Banken, Post und Grossverteiler – beschränken sich nicht zuletzt aus Kostengründen zunehmend auf ihr Kerngeschäft. Sie lagern deshalb weite Teile der Bargeldverarbeitung und des Bargeldtransportes aus, was zu einer Konzentration der Bargeldflüsse führt.

Diesen Entwicklungen steht unsere bisherige Praxis entgegen, Bargeld möglichst dezentral zu verarbeiten. Auf mittlere Sicht könnten nur Umleitungen der Bargeldströme und damit unerwünschte Eingriffe in die Marktorganisation eine Auslastung des heutigen Bankstellennetzes, das zwei Sitze und acht Zweiganstalten umfasst, sicherstellen.

Wir haben deshalb eingehend geprüft, wie wir unsere Tätigkeit im Bargeldverkehr anpassen müssen, damit sich eine für alle Systemteilnehmer – Nationalbank, Banken, Post, Grossverteiler und private Bargeldverarbeiter – sinnvolle Lösung ergibt. Das Ergebnis dieser Überlegungen haben wir dem Bankausschuss im vergangenen Februar vorgelegt. Wir sehen vor, die Bargeldverarbeitung an vier Standorten, nämlich in Bern, Zürich, Genf und Lugano, zu zentralisieren. Das bisher bestehende Netz von Agenturen und Korrespondenten, die Bargeldlieferungen entgegennehmen, aber keine eigentliche Verarbeitung vornehmen, bleibt bestehen und soll allenfalls noch ausgebaut werden.

Nach der Konsultation der betroffenen Kantone werden wir dem Bankrat Mitte Jahr einen formellen Antrag unterbreiten. Im Falle der Zustimmung werden wir neben den Sitzen Bern und Zürich noch über die erwähnten zwei Zweiganstalten mit Kassenstellen verfügen. In Basel, Lausanne, Luzern und St. Gallen werden die Zweigstellen weiterhin mit der Information über die Notenbankpolitik sowie mit der Beobachtung der Wirtschaftslage betraut sein. Sie werden damit den Kontakt mit den regionalen Vertretern aus Wirtschaft und Politik im bisherigen Sinne weiterführen. Für die Rayons Aarau und Neuenburg wird diese wichtige Aufgabe inskünftig von den Sitzen Zürich und Bern wahrgenommen.

Von den geplanten Veränderungen sind rund achtzig Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter unmittel-

bar betroffen. Sie werden entweder einen Arbeitsplatz bei einer anderen Bankstelle übernehmen oder aber vorzeitig pensioniert werden. Wir gehen davon aus, dass keine Entlassungen notwendig sein werden.

## 5 Ausschüttung von Nationalbankerträgen

Bundesrat und Nationalbank kamen Anfang 1992 überein, einen zusätzlichen Anteil an den Erträgen des Noteninstitutes auszuschütten. Bis zu jenem Zeitpunkt hatten sich die Ausschüttungen auf die Dividende an die Aktionäre und die gesetzlich vorgeschriebenen Pro-Kopf-Zahlungen an die Kantone beschränkt. Die in Aussicht genommene zusätzliche Ausschüttung sollte, wie in Verfassung und Gesetz festgelegt, zu einem Drittel an den Bund und zu zwei Dritteln an die Kantone fliessen.

Unbestritten war, dass die Nationalbank weiterhin die Möglichkeit besitzen müsse, einen Teil ihrer Erträge zurückzubehalten und zum Aufbau von frei verfügbaren Devisenreserven zu verwenden. Es wurde deshalb vorgesehen, die Rückstellungen inskünftig im Gleichschritt mit dem Wachstum des nominellen Bruttosozialproduktes zu erhöhen. Die zusätzliche Ausschüttung wurde auf 600 Mio. Franken pro Jahr begrenzt. Diese Obergrenze sollte eine Glättung der jährlichen Ausschüttungen ermöglichen. Bekanntlich schwanken die Erträge der Nationalbank vor allem als Folge der starken Bewegungen des Dollarkurses beträchtlich.

Wir schütteten aus dem Rechnungsergebnis für 1991 erstmals den Betrag von 600 Mio. Franken aus und wiederholten dies in den folgenden Jahren. Aus dem Ergebnis für 1997 werden wiederum 600 Mio. Franken ausgeschüttet. Das angestrebte Wachstum der Rückstellungen betrug im Durchschnitt der Jahre 1991 bis 1997 rund eine Milliarde Franken pro Jahr.

Für die kommenden Jahre sehen wir eine wesentliche Erhöhung der Ausschüttungen vor. Dabei soll eine noch stärkere Glättung der jährlichen Überweisungen angestrebt werden. Gemäss einer neuen Vereinbarung mit dem Bundesrat wird die Ausschüttung aus den Rechnungsergebnissen für die Periode 1998 bis 2002 gestützt auf eine Ertragsprognose zum voraus festgelegt. So haben wir uns verpflichtet, jährlich 1,5 Mrd. Franken auszuschütten. Diese Ausschüttungen sollen nur im

Falle massiver Verluste reduziert oder gar sistiert werden.

Bei der Festlegung der künftigen Ausschüttungen gingen wir davon aus, dass sich der mit der Teilrevision des Nationalbankgesetzes vom November 1997 geschaffene erweiterte Anlagespielraum auf die künftigen Erträge positiv auswirken werde. Sodann haben wir berücksichtigt, dass unsere Rückstellungen durch die günstigen Erträge auf unseren Devisenanlagen und die ausserordentlichen Erträge, die 1996 aus der Änderung der Bewertungsgrundsätze resultierten, derzeit deutlich über dem von uns angestrebten Stand liegen.

Im Rahmen der neuen Vereinbarung wird vorgesehen, die Anteile von Bund und Kantonen für das vergangene Geschäftsjahr künftig bereits nach der Generalversammlung auszuschütten. Bekanntlich erfolgten die Ausschüttungen bisher jeweils erst zu Beginn des folgenden Jahres. Der Zeitpunkt der Ausschüttung soll schon in diesem Jahr geändert werden. So beabsichtigen wir, im Anschluss an die Generalversammlung die für 1997 fälligen 600 Mio. Franken zu überweisen. Zusammen mit der bereits im Januar erfolgten Ausschüttung für das Geschäftsjahr 1996 erhalten somit Bund und Kantone in diesem Jahr insgesamt 1,2 Mrd. Franken.

Einer Sammelklage in den Vereinigten Staaten werden wir mit allen uns zur Verfügung stehenden Rechtsmitteln entgegentreten. Wir sehen keine Rechtsgrundlage für eine solche Klage und erachten die Zuständigkeit amerikanischer Gerichte als nicht gegeben.

Das Geschäftsjahr, über das ich berichtet habe, war reich an interessanten, aber nicht einfachen Herausforderungen. Ich möchte auch an dieser Stelle unseren Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern für ihre Unterstützung danken. Ihnen allen danke ich für das Interesse, das Sie uns mit Ihrer heutigen Anwesenheit bekunden.

## 6 Goldtransaktionen im Zweiten Weltkrieg

Gestatten Sie mir abschliessend ein Wort zum Stand der Auseinandersetzung mit den Goldtransaktionen der Schweizerischen Nationalbank im Zweiten Weltkrieg. Einmal mehr möchte ich betonen, dass wir für das Bedürfnis weiter Kreise Verständnis haben, sich mit einem wichtigen Teil unserer Vergangenheit vertieft auseinanderzusetzen.

Die Schweizerische Nationalbank ist eine öffentliche Institution. Ihr Verhalten im Zweiten Weltkrieg muss im Zusammenhang mit der damaligen schweizerischen Politik gesehen werden. Eine völkerrechtlich verbindliche Regelung der umstrittenen Goldtransaktionen erfolgte 1946 im Rahmen des Washingtoner Abkommens.

Wir glauben, dass die von unseren Behörden eingeleiteten Schritte geeignet sind, zu einer überzeugenden Bewältigung der Vergangenheit beizutragen. Sie werden zu gegebener Zeit eine abschliessende politische Würdigung ermöglichen.

# Strukturelle Arbeitslosigkeit und Inflation in der Schweiz

von Attilio Zanetti, Ressort Volkswirtschaftliche Studien,  
Schweizerische Nationalbank

In den letzten Jahren ist die Arbeitslosigkeit in der Schweiz stark gestiegen. Seit einigen Monaten nimmt sie im Zuge der konjunkturellen Erholung wieder ab. Aus verschiedenen Gründen ist aber damit zu rechnen, dass die Arbeitslosenquote nicht mehr auf die tiefen Werte der achtziger Jahre sinken wird, sondern eine gewisse strukturelle Arbeitslosigkeit bestehen bleibt.

Die Identifizierung des Niveaus und der Entwicklung der strukturellen Arbeitslosigkeit hat mehrere Implikationen für die Wirtschaftspolitik. Etwas vereinfacht lässt sich sagen, dass die Geldpolitik zwar die konjunkturelle, aber nicht die strukturelle Arbeitslosigkeit zu beeinflussen vermag. Wird dies von der Notenbank missachtet, so läuft sie Gefahr, eine Beschleunigung der Inflation herbeizuführen. Die meisten Ökonomen stimmen heute darin überein, dass nur temporär eine Austauschbarkeit (trade-off) zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit besteht. Milton Friedman (1968) wies bereits vor dreissig Jahren darauf hin, dass diese Austauschbarkeit nicht von der Inflation per se, sondern von der nichtantizipierten Inflation und damit im allgemeinen von der *steigenden* Inflation herrühre. Nur eine steigende Inflation könne die Arbeitslosigkeit dauerhaft unter das Niveau der strukturellen Arbeitslosigkeit drücken, eine hohe Inflationsrate könne dies nicht.

Die Arbeitslosigkeit, die von der Geldpolitik nicht permanent beeinflusst werden kann, wird in der Literatur oft auch als «natürliche» Arbeitslosigkeit bezeichnet. Dieser Begriff drückt aus, dass es eine «natürliche» oder gleichgewichtige Arbeitslosigkeit gibt, die durch die Struktur des Arbeitsmarktes bestimmt wird. Die Geldpolitik kann die Arbeitslosigkeit zwar nicht beliebig unter dieses Niveau senken. Dies bedeutet aber keineswegs, dass dieser Teil der Arbeitslosigkeit von der Wirtschaftspolitik überhaupt nicht beeinflusst werden kann. Die probaten Mittel bilden aber die Arbeitsmarkt- oder die Bildungspolitik und nicht die Geldpolitik.

Die Grundhypothese des Konzepts der natürlichen Arbeitslosigkeit betrachtet die Veränderungen der Inflation als ein Phänomen, das im wesentlichen mit dem Spannungszustand zwischen Angebot und Nachfrage am Arbeitsmarkt verbunden ist. Aus dieser Sicht ist die Differenz zwischen der laufenden Arbeitslosenquote und der Rate der natürlichen Arbeitslosigkeit der hauptsächliche Indikator der Arbeitsmarktsituation (siehe Stiglitz, 1997).

Das Ziel des Aufsatzes ist es, Schätzungen der strukturellen Arbeitslosigkeit für die Schweiz vorzulegen.<sup>1</sup> Wir möchten vor allem wissen, wie hoch diese ist, wie sie sich entwickelt hat und ob sie sich für die Geldpolitik nutzen lässt. Falls die strukturelle Arbeitslosigkeit nämlich verlässlich geschätzt werden kann, verfügt die Notenbank über einen nützlichen Indikator zur Beurteilung der Konjunktur und der Inflationsaussichten.

Wir wenden zwei Schätzmethode an. Die erste Methode, die in der Schweiz schon mehrmals eingesetzt wurde (siehe Sheldon, 1993; Flückiger, 1994), basiert auf der Beveridge-Kurve. Sie versucht, das Niveau der strukturellen Arbeitslosigkeit zu identifizieren, indem die Zahl der offenen Stellen und die Zahl der Arbeitslosen einander direkt gegenübergestellt werden. Die Beveridge-Kurve beleuchtet damit die Friktionen auf dem Arbeitsmarkt, die dazu führen, dass nicht alle offenen Stellen besetzt sind, obwohl es Arbeitslose gibt. Das Hauptproblem dieser Methode liegt in der Verlässlichkeit der Angaben über die Nachfrage nach Arbeitskräften. Eine Unterschätzung dieser Nachfrage führt zwangsläufig zu einer Unterschätzung der strukturellen Arbeitslosigkeit.

Die zweite Methode ist jene der NAIRU (non-accelerating inflation rate of unemployment). Die NAIRU wurde von Modigliani und Papademos (1975) eingeführt und ist eng mit Friedmans Idee der natürlichen Arbeitslosigkeit verwandt. Sie ist als gleichgewichtige Arbeitslosenquote definiert, die mit einer konstanten Inflationsrate zu vereinbaren ist. Sie bezeichnet also die Schwelle der Arbeitslosigkeit, unter welcher eine expansive Geldpolitik unvermeidlich eine Beschleunigung der Inflation verursacht. Die Grundidee lautet, dass es in jeder Expansionsphase einen Zeitpunkt gibt, in welchem das Arbeitsangebot nicht mehr in der Lage ist, die Nachfrage zu befriedigen, was sich in einer Beschleunigung des Anstiegs der Löhne und in einem Aufflammen der Inflation niederschlägt.

Die NAIRU ist ein weit verbreitetes Instrument und wird regelmässig von nationalen Behörden wie auch von internationalen Organisationen (OECD und IWF) geschätzt. Ähnlich wie die Beveridge-Kurve ist sie jedoch nicht unumstritten. Eine wachsende Zahl von Publikationen unterstreicht insbesondere die geringe Präzision der NAIRU-Schätzungen. In der Schweiz tritt die Schwierigkeit hinzu, dass sich die institutionellen Rahmenbedingungen des Arbeitsmarktes im Laufe der Zeit recht

1 In der Literatur wird die natürliche Arbeitslosenquote oft in strukturelle und friktionelle Arbeitslosigkeit unterteilt. Wir subsumieren in diesem Aufsatz die friktionelle unter die strukturelle Arbeitslosigkeit und verwenden in der Regel den Begriff strukturelle Arbeitslosigkeit.

stark verändert haben. Davon betroffen waren vor allem die Arbeitslosenversicherung und die Fremd-arbeiterpolitik. Es gibt deshalb nur eine vergleichsweise geringe Anzahl von NAIRU-Schätzungen für die Schweiz (siehe De Masi und Henry, 1996, und OECD, 1996).

Im ersten Teil dieser Arbeit wird die Beziehung zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit in der Schweiz graphisch dargestellt und analysiert. Im zweiten Teil werden das Konzept und die Resultate der Beveridge-Kurve für die Schweiz vorgestellt. Der dritte Teil behandelt das Modell zur Schätzung der NAIRU und präsentiert Schätzergebnisse. Der vierte Teil enthält Schlussfolgerungen.

## 1. Die Beziehung zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation

Die Teuerungsentwicklung in der Schweiz weist seit Mitte der siebziger Jahre zwei ausgeprägte Zyklen auf. Grafik 1 zeigt, dass die Höhepunkte der Inflationsphasen im dritten Quartal 1981 und im zweiten Quartal 1991 erreicht wurden. Ein klarer langfristiger Inflationsrend ist jedoch nicht auszumachen. Die Arbeitslosenquote, die ebenfalls in Grafik 1 abgebildet ist, stieg im gleichen Beobachtungszeitraum stufenweise an, besonders ausge-

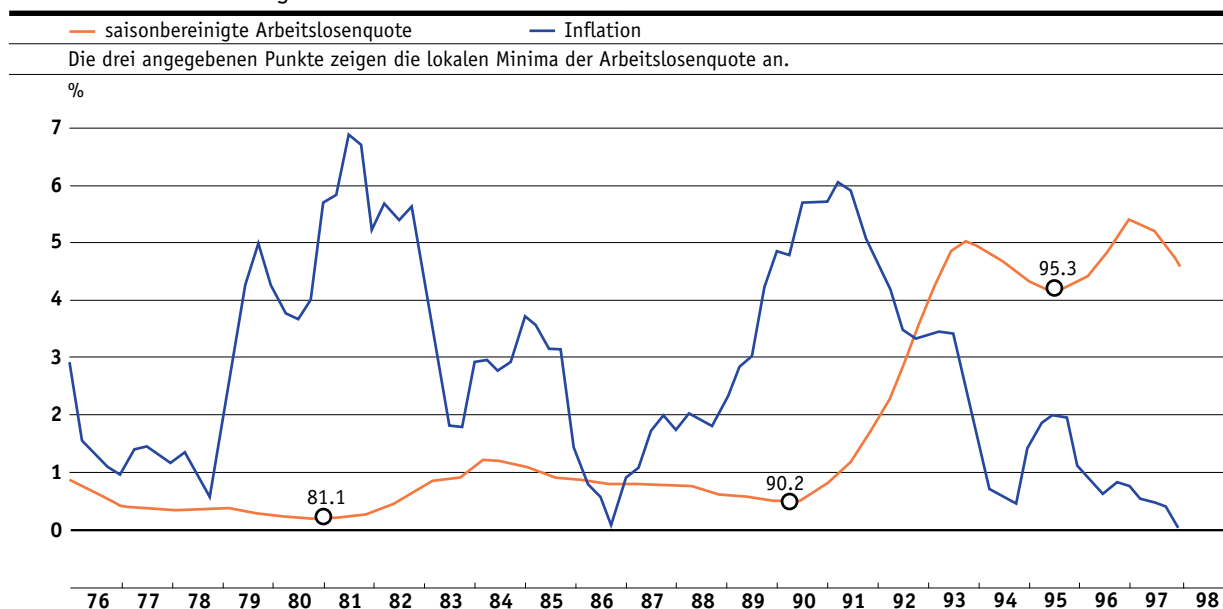
prägt in der ersten Hälfte der neunziger Jahre. Die in der Grafik bezeichneten drei lokalen Minima der Arbeitslosenquote lagen jeweils nahe bei den Inflationsspitzen, was auf eine negative Korrelation zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation hindeutet. Allerdings gilt die negative Beziehung nicht ausnahmslos. Es sind mehrere Episoden feststellbar, in denen die Arbeitslosigkeit und die Inflation entweder gleichzeitig zunehmen oder gleichzeitig fallen.

Daraus lassen sich zwei Schlussfolgerungen ziehen. Erstens wird die Inflation offenbar nicht nur durch die Arbeitsmarktsituation, sondern auch durch andere Faktoren beeinflusst. Im Vordergrund stehen Angebotschocks und die Wechselkursentwicklung. Zwischen 1985 und 1986 beispielsweise ging die Inflation deutlich zurück, obwohl die Schweizer Wirtschaft eine Expansionsphase durchlief und die Arbeitslosenquote sich verringerte. Der Grund für den damaligen Rückgang der Inflation lag vor allem im starken Rückgang der Erdölpreise.

Zweitens kann sich die Beziehung zwischen registrierter Arbeitslosigkeit und Inflation im Zeitablauf ändern. Dabei ist zunächst an statistische Probleme zu denken. In der Schweiz werden die Arbeitslosen nur dann erfasst, wenn sie bei den Arbeitsämtern gemeldet sind. Die Arbeitslosenversicherung wurde 1977 obligatorisch. Vor diesem Datum war nur eine Minderheit der Arbeitnehmer gegen die Risiken des Beschäftigungsverlusts versi-

Inflation und Arbeitslosigkeit 1976–1997

Grafik 1



chert. Alle anderen Arbeitslosen hatten keinen grossen Anreiz, sich beim Arbeitsamt einzuschreiben, da sie keine Entschädigung beanspruchen konnten. Der Rückgang der Beschäftigung in der Rezession von 1975 schlug sich deshalb vor allem in einer niedrigeren Partizipationsrate der aktiven Bevölkerung nieder. Ausserdem verliess ein grosser Teil der ausländischen Arbeitskräfte, die ihre Stelle verloren, das Land.

Seit der Einführung der obligatorischen Arbeitslosenversicherung im Jahre 1977 sind die Leistungen der Arbeitslosenversicherung in mehreren Schritten ausgebaut worden. Insbesondere die Reformen von 1984, 1993 und 1997, die teilweise als Reaktion auf die steigende Arbeitslosigkeit erfolgten, führten zu einer substantiellen Verlängerung der maximalen Bezugsdauer. Für unsere Untersuchung ergeben sich zwei Folgen. Einerseits erhöhte die Ausdehnung der Arbeitslosenversicherung die Verlässlichkeit der Arbeitslosendaten. Andererseits können die zur Verfügung gestellten Leistungen auch das Verhalten der Arbeitslosen ändern, indem sie den Anreiz, eine neue Stelle zu suchen, vermindern.

Grafik 1 zeigt einen stufenweisen Anstieg der Arbeitslosigkeit, der mit den Rezessionen und dem Ausbau der Arbeitslosenversicherung zusammenzufallen scheint. So ging die Arbeitslosigkeit in der Phase starken Wirtschaftswachstums in der zweiten

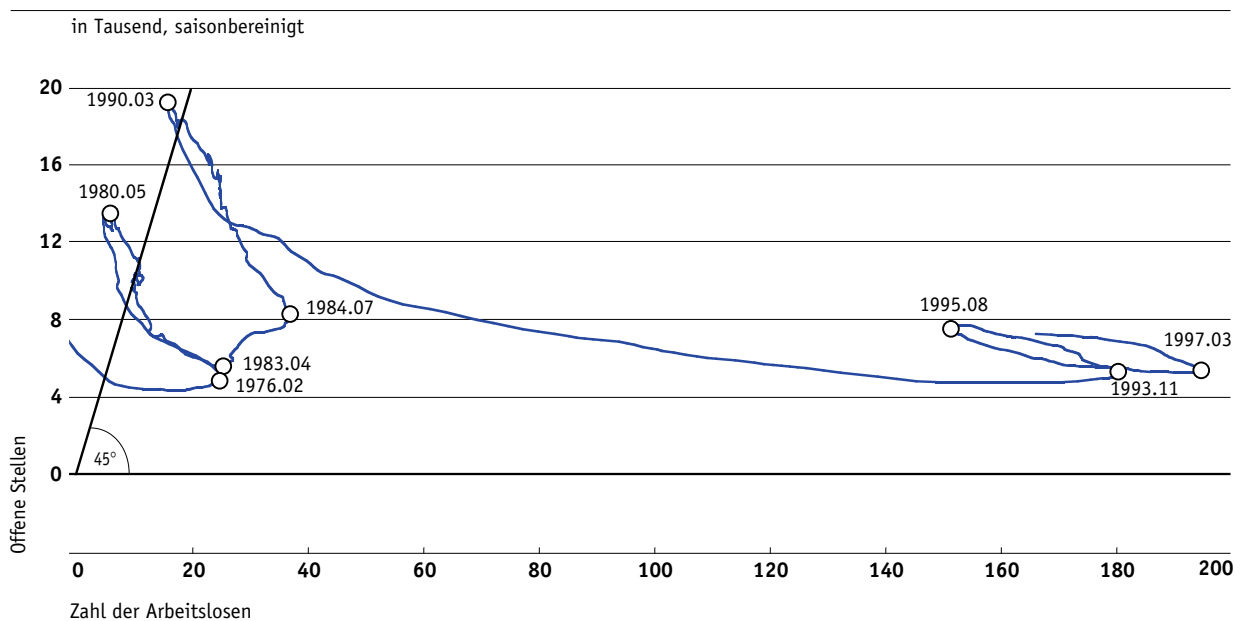
Hälfte der achtziger Jahre nicht wieder auf das sehr tiefe Niveau, das in der Expansionsphase des vorangegangenen Zyklus erreicht worden war, zurück. Eine erste Antwort darauf, in welchem Ausmass sich die strukturelle Arbeitslosigkeit in den letzten zwanzig Jahren verändert hat, gibt im folgenden Abschnitt die Beveridge-Kurve.

## 2. Die strukturelle Arbeitslosigkeit gemäss der Beveridge-Kurve

Die Beveridge-Kurve beschreibt die inverse Beziehung zwischen der Zahl der offenen Stellen ( $V$ ) und der Zahl der Arbeitslosen ( $U$ ). In einer Phase der Hochkonjunktur haben die offenen Stellen die Tendenz, sich zu vervielfachen, und die Zahl der Arbeitslosen, sich zu verringern. Umgekehrt werden die offenen Stellen in Rezessionsphasen knapper, und die Zahl der Arbeitslosen steigt. Die Gesamtheit der potentiellen Gleichgewichtsniveaus der Arbeitslosigkeit kann durch einen Strahl von 45 Grad abgebildet werden. Es handelt sich also um alle Punkte, für die  $U=V$  gilt. Je stärker nun die Kurve (und damit der Schnittpunkt zwischen dieser und der Gerade von 45 Grad) sich vom Ursprung entfernt, umso höher ist das Niveau der strukturellen Arbeitslosigkeit.

Beveridge-Kurve Januar 1975–Februar 1998

Grafik 2





Grafik 2 bildet eine Beveridge-Kurve für die Periode Januar 1975 bis Februar 1998 ab. Die saisonbereinigte Zahl der Arbeitslosen wird entlang der Abszisse dargestellt, während die offenen Stellen auf der Ordinate abgetragen werden. Für die Arbeitslosenzahlen wurden die Daten des Bundesamtes für Statistik (BFS) genommen, während für die offenen Stellen auf den «Manpower»-Index, der die Fläche der Stelleninserate misst, abgestellt wurde. Beide Reihen sind saisonbereinigt. Der «Manpower»-Index wurde den bei den Arbeitsämtern gemeldeten offenen Stellen, die vom Bundesamt für Arbeit und Wirtschaft (BAW) erhoben werden, vorgezogen. Diese blieben nämlich zwischen dem zweiten Halbjahr 1993 und Ende 1996, trotz der sich 1994/95 abzeichnenden konjunkturellen Erholung, unverändert, was unplausibel erscheint. Der «Manpower»-Index wurde so normalisiert, dass er im Juli 1990, d. h. im Zeitpunkt, als die saisonbereinigte Arbeitslosenzahl zuletzt der Zahl der offenen Stellen entsprach, gleich der Zahl der offenen Stellen ist.

Grafik 2 zeigt, dass sich die Beveridge-Kurve im Laufe der Zeit von ihrem Ursprung entfernte. Damit erhalten wir eine erste grafische Bestätigung, dass die Sockelarbeitslosigkeit in der Schweiz zunahm. Um ein präziseres Bild zu erhalten, haben wir die Beveridge-Kurve geschätzt und daraus für einzelne Subperioden die Werte für die strukturelle Arbeitslosigkeit abgeleitet.

Die Basisgleichung zur Schätzung der Beveridge-Kurve lautet

$$(1) \ln V_t = \alpha + \beta \cdot \ln U_t + \varepsilon_t$$

wobei  $V$  die am normalisierten «Manpower»-Index gemessene Zahl der offenen Stellen und  $U$  die Zahl der Arbeitslosen bezeichnet. Die natürliche Arbeitslosenquote  $U^*$  entspricht jenem Wert der Arbeitslosenquote, bei der  $U = V$  gilt. Sie lässt sich aus Gleichung (1) als

$$U^* = \exp [\alpha / (1 - \beta)]$$

berechnen. In die Schätzgleichung (1) werden vier Dummy-Variablen eingeführt, welche die Verschiebung der Kurve einfangen sollen, und vier weitere Dummy-Variablen, welche die Änderung der Steigung ausdrücken sollen.  $\delta_i$  und  $\lambda_i$  bezeichnen deren Koeffizienten. Die Dummy-Variablen dienen der Unterscheidung von vier Subperioden, die wir aus Grafik 2 entnehmen. Diese Subperioden lauten 1975:01–1976:02, 1976:03–1983:04, 1984:07–1993:11 und 1993:12–1998:02. Die Höhe der strukturellen Arbeitslosigkeit ist dann durch die folgende Beziehung gegeben:

$$U^* = \exp [(\alpha + \delta_i) / (1 - \beta - \lambda_i)]$$

Sheldon (1993) und Flückiger (1994) verwendeten in ihren Schätzungen mit Schweizer Daten einen ähnlichen Ansatz. Sheldon schätzte die strukturelle Arbeitslosigkeit auf 0,5% im Jahre 1992. Flückiger fand für 1993 einen Wert von 0,7%.

**Strukturelle Arbeitslosenquote gemäss Beveridge-Kurve**  
Monatsdaten

Tabelle 1

	1975:01–1976:02	1976:03–1983:04	1984:07–1993:11	1993:12–1998:02
Zahl der Arbeitslosen	5 673	9 631	16 919	50 321
Strukturelle Arbeitslosenquote	0,2%	0,3%	0,6%	1,4%
effektive Arbeitslosenquote				
Min/Max	0,1% – 0,8%	0,2% – 0,8%	0,4% – 5%	4,2% – 5,4%

Unsere Berechnungen unterscheiden sich von diesen beiden Studien vor allem in zwei Punkten: die Verwendung des «Manpower»-Indexes als Mass für die Nachfrage nach Arbeitskräften und der längere Beobachtungszeitraum, der bis Februar 1998 reicht.

Die Resultate unserer Schätzungen sind in Tabelle 1 zusammengefasst. In der letzten Zeile werden zum Vergleich die minimale und die maximale Arbeitslosenquote, die in der betreffenden Periode beobachtet wurden, angegeben. Die Schätzungen bestätigen den Eindruck, der sich aus der grafischen Analyse ergibt. Die strukturelle Arbeitslosigkeit ist von Mitte der siebziger Jahre bis heute schrittweise gestiegen. Wir können drei dauerhafte Verschiebungen der Kurve unterscheiden. Die geschätzte strukturelle Arbeitslosigkeit stieg von 0,2% in der Periode bis 1976:02 auf 0,3% in der Periode 1976:03–1983:04 und 0,6% in der Periode 1984:07–1993:11. In der jüngsten Periode, die 1993:12 beginnt, beträgt sie gemäss diesen Schätzungen 1,4%.

Unsere Resultate für die Periode bis 1993 sind ähnlich wie diejenigen, die Sheldon (1993) und Flückiger (1994) für diese Periode erhielten. Für die Zeit nach 1993, die in diesen beiden früheren Studien noch nicht berücksichtigt war, zeigen unsere Resultate einen neuen Anstieg der strukturellen Arbeitslosigkeit. Der in Grafik 2 ersichtliche uneinheitliche Verlauf der Beveridge-Kurve in den letzten Jahren war Anlass, die Periode seit 1993:11 in drei etwa gleich lange Subperioden aufzuteilen. Die strukturelle Arbeitslosenquote betrug zunächst 1,9%; sie sank dann auf 1,2% und stieg in der jüngsten Periode wieder auf 1,6%.

Ein weiterer Blick auf Grafik 2 zeigt, dass vor allem ab 1983 fast alle Punkte der Beveridge-Kurve rechts des Strahls von 45 Grad liegen. Dies bedeutet, dass selbst in Phasen guter Konjunktur die Zahl der offenen Stellen jeweils geringer war als diejenige der Arbeitslosen. Im Jahre 1990, als die schweizerische Wirtschaft klare Zeichen einer konjunkturellen Überhitzung aufwies, übertraf die Arbeitsnachfrage die Zahl der Arbeitslosen nur geringfügig. Dies deutet darauf hin, dass die Nachfrage nach Arbeitskräften in jüngerer Zeit unterschätzt und damit auch die strukturelle Arbeitslosigkeit eher zu tief ausgewiesen wird.

Im folgenden schätzen wir die strukturelle Arbeitslosigkeit mit einer Phillipskurve. Dieser Ansatz nutzt den Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Inflation und der Arbeitslosigkeit aus.

### 3. Schätzungen der NAIRU

Die NAIRU stellt die natürliche oder gleichgewichtige Arbeitslosenquote dar, die mit einer konstanten Inflationsrate zu vereinbaren ist. Das Basismodell für die Schätzung der NAIRU ist eine um Inflationserwartungen erweiterte Phillipskurve, wie sie in der Literatur oft verwendet wird. In der einfachsten Form lässt sie sich als

$$(2) \quad Dp_t - D^e p_t = \beta (u_{t-1} - u^*_{t-1}) + v_t$$

schreiben, wobei  $u_{t-1}$  die Arbeitslosenquote der Vorperiode,  $u^*_{t-1}$  die NAIRU der Vorperiode,  $p_t$  der natürliche Logarithmus des Konsumentenpreisindex,  $Dp_t$  die Inflationsrate und  $D^e p_t$  die erwartete Inflation ist. Ein negativer Koeffizient  $\beta$  bedeutet, dass eine positive Abweichung der Arbeitslosigkeit von der NAIRU zu einer Reduktion der Inflation führt.

Der Ausdruck  $Dp_t$  ist als Veränderungsrate des Preisniveaus gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal, d. h. als Jahresinflationsrate definiert:  $Dp_t \equiv p_t - p_{t-4}$ . Die antizipierte Inflation,  $D^e p_t$ , kann nicht beobachtet werden; wir haben angenommen, dass sie gleich der Inflation ein Jahr zuvor ist. Es werden mit anderen Worten statische Erwartungen unterstellt. Bei Quartalsdaten ergibt sich daraus:  $D^e p_t \equiv Dp_{t-4}$ . Damit ist die zu erklärende Variable der Phillipskurve gleich der Veränderung der Jahresinflationsrate:<sup>2</sup>

$$Dp_t - D^e p_t = Dp_t - Dp_{t-4} \equiv D^2 p_t$$

Gleichung (2) wird oft durch zusätzliche erklärende Variablen erweitert, um den Einfluss anderer Faktoren als der Arbeitslosigkeit auf die Preise einzufangen. In unserem Fall nimmt Gleichung (2) aufgrund dieser Modifikationen folgende Form an:

$$(3) \quad D^2 p_t = \beta (u_{t-1} - u^*_{t-1}) + \delta(L) D^2 p_{t-1} + \gamma ASY_t + \lambda D95_t + \varphi D97_t + v_t$$

Der Ausdruck  $D^2 p_{t-1}$  bezeichnet die um eine Periode verzögerte Veränderung der Inflation. Der Ausdruck  $\delta(L)$  ist ein Polynom, wobei  $L$  den Lag-Operator bezeichnet.  $ASY_t$  ist eine Variable, welche die Wirkungen von Angebotschocks oder sektoriellen Nachfrageschocks berücksichtigen soll.<sup>3</sup>  $D95$  ist eine Dummy-Variable, die die Wirkungen der Ein-

2 Die Resultate von Unit-Root-Tests nach den Methoden von Dickey-Fuller und Perron-Phillips deuten darauf hin, dass die Veränderung der Jahresteuerrate in unserer Beobachtungsperiode  $I(0)$  ist.

3 Die Variable  $ASY$  wurde folgendermassen berechnet. Für jede Periode analysierten wir die Verteilung der Preisveränderungen der Komponenten des Landesindex der Konsumentenpreise. Die Grundidee ist, dass die Angebotschocks sich in dieser Verteilung widerspiegeln, indem sie eine Asymmetrie schaffen.  $ASY$  ist das statistische Mass

dieser Asymmetrie. Ein hoher Wert von  $ASY$  weist damit auf wichtige Angebotschocks hin. Siehe Zanetti (1997). Über die Bedeutung, diese Art von Schocks bei der Schätzung der NAIRU zu berücksichtigen, siehe Gordon (1996).

führung der Mehrwertsteuer einfängt. Sie ist gleich 1 im Zeitraum 1995:1–1995:4 und gleich 0 in den übrigen Perioden. Die Dummy-Variable  $D97$  beschreibt die Wirkungen des Beschäftigungsprogramms von 1997. Sie ist gleich 1 im Zeitraum seit 1997:1 und gleich 0 in den davorliegenden Perioden. Die Veränderungen der Inflationsrate werden am Landesindex der Konsumentenpreise gemessen. Die Arbeitslosenquote entspricht der offiziellen, vom BfS publizierten Quote, bereinigt um Saisonschwankungen.

Damit die NAIRU geschätzt werden kann, muss die Schätzgleichung nochmals transformiert werden. Wir schreiben  $\alpha = -\beta u^*_{t-1}$ , wobei  $\alpha$  die Konstante der neuen Gleichung darstellt. Gleichung 4 kann nun mit der Methode der kleinsten Quadrate geschätzt werden:<sup>4</sup>

$$(4) \quad D^2 p_t = \alpha + \beta u_{t-1} + \delta(L) D^2 p_{t-1} + \gamma ASY_t + \lambda D95_t + \varphi D97_t + v_t$$

Die NAIRU lässt sich infolgedessen als  $u^* = -\alpha/\beta$  aus den geschätzten Koeffizienten der Schätzgleichung berechnen.

Bevor die Schätzungen vorgestellt werden, soll der Zusammenhang zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation kurz anhand von Grafik 3 betrachtet werden. Im Unterschied zu den Schätzungen, die mit Quartalsdaten durchgeführt werden, zeigt die Grafik Jahresdurchschnitte, um die Abbildung übersichtlich zu halten. Die Grafik vermittelt den Eindruck, dass sich die Phillipskurve im Laufe der Zeit nach rechts verschoben hat. Die NAIRU, die durch die Schnittpunkte mit der Abszisse ausgedrückt wird, ist über die Jahre gestiegen. Damit ist die Botschaft von Grafik 3 die gleiche wie diejenige, die Grafik 2 gestützt auf die Beveridge-Kurve lieferte.

Grafik 3 macht deutlich, dass die NAIRU für kürzere Perioden als die Gesamtperiode geschätzt werden sollte. Wir haben drei Subperioden gebildet, die durch die Zyklen der Arbeitslosigkeit bestimmt werden. Die Trennungspunkte entsprechen den ersten beiden lokalen Minima der Arbeitslosenquote (siehe Grafik 1). Da die Variable  $ASY$  erst ab 1978 verfügbar ist, beginnen die Schätzungen 1978. Daraus ergeben sich die Subperioden 1978:4–1981:1, 1981:1–1990:2 und 1990:2–1997:4.

Tabelle 2 zeigt die Resultate der Schätzungen von Gleichung (4). Die Verzögerung der Veränderung der Inflation um ein bzw. vier Quartale wurde aufgrund der Autokorrelation der Residuen be-

stimmt. In den Regressionen, die auf weniger als 20 Beobachtungen abstellen, wird nur eine verzögerte Variable berücksichtigt, um Freiheitsgrade zu sparen.<sup>5</sup> In der letzten Zeile der Tabelle geben wir zum Vergleich wiederum die Werte der minimalen und maximalen Arbeitslosigkeit an, die in den betreffenden Perioden registriert wurden. Die grafische Intuition findet in den Schätzergebnissen ihre Bestätigung. Die geschätzte NAIRU steigt von 0,3% zwischen 1978:4 und 1981:1 auf 0,7% zwischen 1981:1 und 1990:2 und auf 1,7% zwischen 1990:2 und 1997:4.

Innerhalb jeder dieser Perioden ist die NAIRU als konstant angenommen worden. Dies ist insbesondere für die Periode 1990:2 bis 1997:4, in der sich die Arbeitslosigkeit stark veränderte, fragwürdig. Wir haben diese Periode deshalb in die beiden Teilperioden 1990:2–1993:4 und 1993:4–1997:4 unterteilt und Gleichung (4) auch für diese beiden Teilperioden geschätzt. Der Trennungspunkt fällt mit dem Höchststand der Arbeitslosigkeit zusammen; gleichzeitig wurde auch die Arbeitslosenversicherung reformiert. Er bezeichnet zudem ziemlich genau die Mitte der Periode 1990:2–1997:4.

Die Resultate der Regressionen für die beiden Teilperioden 1990:2–1993:4 und 1993:4–1997:4 sind in den Kolonnen 4 und 5 von Tabelle 2 zusammengefasst. Die geschätzte NAIRU beträgt für die erste Teilperiode 2% und für die zweite Teilperiode 4%. In der Schätzgleichung von Kolonne 5 sind die Variablen  $ASY$ ,  $D95$  und  $D^2 p_{t-4}$  nicht signifikant. Die Gleichung wurde deshalb nochmals ohne die Variable  $ASY$  und die verzögerte Variable geschätzt (Kolonne 6). Die geschätzte NAIRU fällt mit 3,9% nahezu gleich hoch aus wie in Gleichung (5). Die Dummy-Variable  $D95$  wird nun wieder als signifikant ausgewiesen; die Schätzgleichung weist aber eine Autokorrelation vierter Ordnung auf.

In der zweitletzten Zeile von Tabelle 2 sind für die Schätzungen die Vertrauensintervalle aufgeführt, die einen Hinweis über den Streubereich der geschätzten Werte für die NAIRU geben sollen. Die Vertrauensintervalle wurden mit der Methode von Staiger, Stock und Watson (1997) berechnet. Dabei wird zunächst eine neue Datenreihe gebildet, die gleich der Differenz ist zwischen der effektiven Arbeitslosenquote und jener Arbeitslosenquote, die als NAIRU angenommen wird:  $u_t - u^*$ . Falls die NAIRU tatsächlich dem Wert  $u^*$  entspricht, lassen sich aufgrund von Gleichung (3) für die verschiedenen Werte für  $u^*$  Regressionen berechnen, in denen

4 Diese Gleichung kann auch aus einem Zweigleichungssystem abgeleitet werden (Gleichungen zur Bestimmung der Preise und der Nominallöhne). Siehe Blanchard und Katz (1996) und Setterfield et al. (1992).

5 Trotz der Einführung der verzögerten Veränderung der Inflationsrate bleibt in der zweiten und dritten Regression eine gewisse Autokorrelation.

die Konstante wiederum gleich Null sein sollte. Falls also diese Konstanten auf einem Signifikanzniveau von 5% nicht signifikant sind, können wir die Hypothese, dass die NAIRU dem Wert von  $u^*$  entspricht, annehmen. Indem wir in die Datenreihe  $u_t - u^*$  schrittweise Werte von  $u^*$  einsetzen, die sich immer mehr von unserer geschätzten NAIRU entfernen, erhalten wir die gewünschten Vertrauensintervalle. Wir können dann bestätigen, dass sich die NAIRU mit einer Wahrscheinlichkeit von 95% innerhalb dieses Intervalls befindet.

Die Ergebnisse zeigen, dass die Unsicherheit mit steigender NAIRU zunimmt. Die Schätzungen sind in einer unvollständigen Konjunkturphase wie der heutigen, in der die Arbeitslosenquote immer noch hoch ist, besonders unzuverlässig. Die NAIRU, die in der jüngsten Periode auf 4% geschätzt wird, schwankt bei einem Signifikanzniveau von 95% zwischen 1,7% und 4,4%. Letztlich wird uns nur die weitere Konjunkturerholung näheren Aufschluss über die Höhe der NAIRU geben können. Möglicherweise führt der Rückgang der Arbeitslosigkeit zu einer Abnahme der NAIRU. Diese Entwicklung würde die Ergebnisse von Staiger, Stock und Watson (1996, 1997) stützen, die zeigen, dass die NAIRU mit der Höhe der effektiven Arbeitslosenquote schwankt.

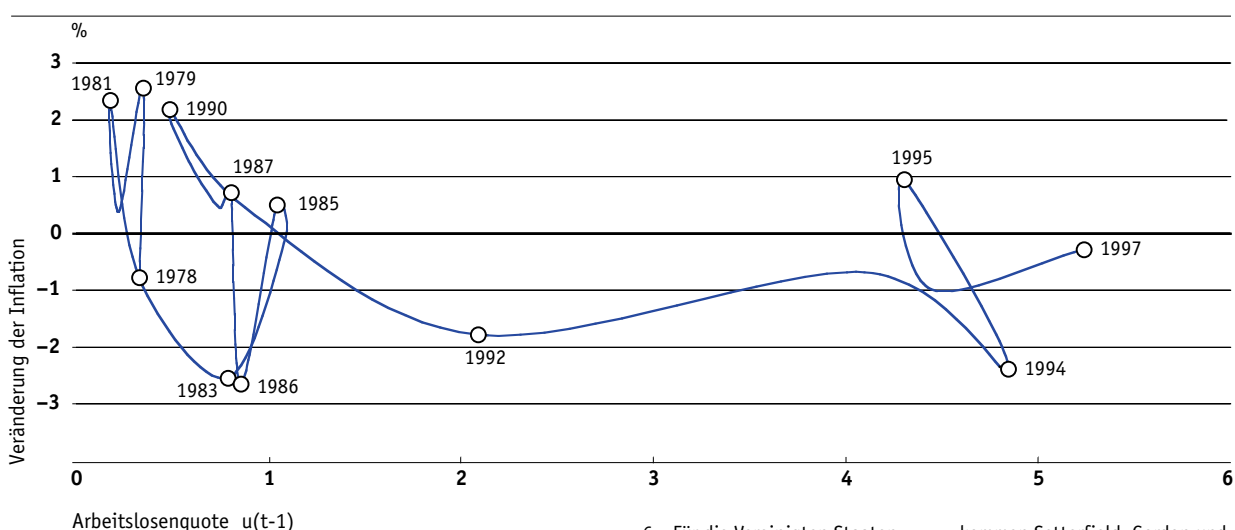
Die geringe Präzision der NAIRU-Schätzungen und die sich daraus ergebenden Konsequenzen für den Nutzen dieser Schätzungen sind in der neusten Literatur wiederholt aufgegriffen worden (siehe Chang, 1997; Espinosa-Vega und Russel, 1997; Staiger, Stock und Watson, 1996 und 1997; King, Stock und Watson, 1995; sowie Setterfield, Gordon und Osberg, 1992). Die Probleme treten dabei unabhängig von der Schätzmethode und vom Land auf, für das die Schätzungen durchgeführt wurden. Das Problem ist damit keineswegs auf die Schweiz beschränkt.<sup>6</sup>

Trotz der beträchtlichen Unsicherheit bezüglich des richtigen Niveaus der NAIRU zeigen unsere Berechnungen jedoch ein klares Ergebnis. Die NAIRU ist zwischen dem Ende der siebziger Jahre und heute gestiegen. Nach einer ersten Verschiebung in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre hat sie sich seit Beginn der Rezession der neunziger Jahre nochmals erhöht. Diese Tendenz lässt sich auch aus den Berechnungen der OECD (1996) und von Stalder (1994) herauslesen.

Wir haben bis jetzt angenommen, dass die Beziehung zwischen dem Niveau der Arbeitslosigkeit und der Veränderung der Inflationsrate linear ist. Diese Hypothese wird nicht von allen Autoren geteilt. Akerlof et al. (1996) vertreten die Ansicht,

Veränderung der Inflation und Arbeitslosigkeit 1978–1997 (Jahresdurchschnitte)

Grafik 3



6 Für die Vereinigten Staaten, wo das Konzept der NAIRU auf breite Resonanz stösst, weisen Staiger, Stock und Watson (1997) bei einem Signifikanzniveau von 95% ein Vertrauensintervall von 4,3%–7,3% für die letzten Jahre aus. Für Kanada

kommen Setterfield, Gordon und Osberg (1992, S. 134) zu folgendem Schluss: «It is therefore our conclusion that even the best available technology fails to recommend any consensus value of the NAIRU in Canada.»

	1978:4– 1981:1	1981:1– 1990:2	1990:2– 1997:4	1990:2– 1993:4	1993:4– 1997:4	1993:4– 1997:4
	1	2	3	4	5	6
Konstante	<b>0.04579*</b> (0.0195)	<b>0.01097*</b> (0.0057)	<b>0.00809*</b> (0.0044)	<b>0.01483*</b> (0.0074)	<b>0.10535**</b> (0.0435)	<b>0.08405**</b> (0.0375)
$u_{t-1}$	<b>-0.14547**</b> (0.0564)	<b>-0.01564*</b> (0.0078)	<b>-0.00483***</b> (0.0013)	<b>-0.00728**</b> (0.0028)	<b>-0.02604**</b> (0.0093)	<b>-0.02139**</b> (0.0080)
$D^2p_{t-1}$ <sup>1</sup>		<b>0.66540***</b> (0.1104)	<b>0.54297***</b> (0.1761)			
$D^2p_{t-4}$	<b>-1.21722***</b> (0.2451)	<b>-0.35559***</b> (0.1227)	<b>-0.58395***</b> (0.1919)	<b>-0.48390*</b> (0.2421)	<b>-0.25932</b> (0.2076)	
ASY	<b>0.00674***</b> (0.0013)	<b>0.00079</b> (0.0006)	<b>0.00271***</b> (0.0009)	<b>0.00450***</b> (0.0010)	<b>0.00037</b> (0.0013)	
D95			<b>0.02113***</b> (0.0052)		<b>0.00971</b> (0.0080)	<b>0.01746***</b> (0.0049)
D97			<b>0.01635***</b> (0.0047)		<b>0.02530***</b> (0.0062)	<b>0.02513***</b> (0.0060)
Anzahl Beobachtungen	10	38	31	15	17	17
R <sup>2</sup>	0.929	0.704	0.771	0.869	0.824	0.795
Adjusted R <sup>2</sup>	0.894	0.668	0.713	0.834	0.744	0.747
LM test <sup>2</sup>						
erster Ordnung	0.6108	0.0179	0.0114	0.8289	0.1522	0.2270
zweiter Ordnung	0.1946	0.0345	0.0578	0.9768	0.3261	0.3197
dritter Ordnung	0.3036	0.0801	0.0663	0.6809	0.4985	0.3029
vierter Ordnung	0.0418	0.1150	0.0094	0.3317	0.1772	0.0224
<b>NAIRU</b>	<b>0,3 %</b>	<b>0,7 %</b>	<b>1,7 %</b>	<b>2 %</b>	<b>4 %</b>	<b>3,9 %</b>
<b>Vertrauensintervall von 95%</b>	<b>0–0,5 %</b>	<b>0–2 %</b>	<b>0–2,5 %</b>	<b>0–2,6 %</b>	<b>1,7–4,4 %</b>	<b>0,8–4,3 %</b>
<b>Effektive Arbeitslosenquote, Min/Max</b>	<b>0,2–0,4 %</b>	<b>0,2–1,2 %</b>	<b>0,5–5,4 %</b>	<b>0,5–4,8 %</b>	<b>4,8–5,4 %</b>	<b>4,8–5,4 %</b>

1 In Gleichung 3 beträgt die Verzögerung 3 Quartale.  
 2 Ein Wert von mehr als 0,05 bedeutet, dass die Nullhypothese «keine Autokorrelation» am Signifikanzniveau von 5% nicht verworfen werden kann.

\* signifikant am 10%-Niveau;  
 \*\* signifikant am 5%-Niveau;  
 \*\*\* signifikant am 1%-Niveau.  
 Die Werte in Klammern sind die Standardfehler der Schätzungen.

dass die Phillipskurve konvex ist. Dies bedeutet, dass der Anstieg der Inflation, der durch einen Rückgang der Arbeitslosenquote unter die NAIRU ausgelöst wird, stärker ist als der Rückgang der Inflation, der durch eine Arbeitslosigkeit, die über der NAIRU liegt, bewirkt wird. Eisner (1996) vertritt die entgegengesetzte These. Die Phillipskurve ist konkav, d. h. der Rückgang der Inflation, der durch die Arbeitslosenquote über der NAIRU ausgelöst wird, ist stärker als der Anstieg, der durch die Niveaus der Arbeitslosenquote unter der NAIRU verursacht wird.

Wir prüfen die Linearität mit Hilfe von Dummy-Variablen, die in die ersten drei Gleichungen von Tabelle 2 eingeführt werden. Die Dummy-Variablen  $DA$  sei gleich Null für Arbeitslosenquoten, die über der NAIRU liegen, und gleich Eins für Arbeitslosenquoten, die unter der NAIRU liegen. Für die NAIRU werden die in Tabelle 2 ausgewiesenen Werte eingesetzt. Das Produkt aus dieser Dummy-Variablen und der Arbeitslosenquote  $u_{t-1}$  wird als zusätzliche Variable in die Schätzgleichung (4) eingeführt und für die Subperioden 1978:4–1981:1, 1981:1–1990:2 und 1990:2–1997:4 geschätzt. Bei einem konvexen Verlauf der Kurve sollte der Koeffizient dieser zusätzlichen Variablen signifikant negativ, bei einem konkaven Verlauf dagegen positiv sein. Tabelle 3 zeigt, dass die Dummy-Variablen statistisch nicht signifikant sind. Die Hypothese einer linearen Beziehung kann damit nicht verworfen werden.<sup>7</sup>

7 Im Unterschied dazu hat Lüscher (1998) in schweizerischen Daten empirische Evidenz für eine nicht-lineare Phillips-Kurve gefunden. Ihre Schätzungen beziehen sich aber auf die Beziehung zwischen dem Output und der Inflation und erstrecken sich

über eine längere Periode. Zudem weisen sie generell eine viel höhere Stabilität auf als die in diesem Aufsatz geschätzte Beziehung zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation.

	1978:4–1981:1 1	1981:1–1990:2 2	1990:2–1997:4 3
Konstante	<b>0.03031</b> (0.031)	<b>0.00678</b> (0.006)	<b>0.01279**</b> (0.006)
$u_{t-1}$	<b>-0.10250</b> (0.088)	<b>-0.01241</b> (0.008)	<b>-0.00582***</b> (0.001)
$D^2p_{t-1}$ <sup>1</sup>		<b>0.66069***</b> (0.109)	<b>0.55967***</b> (0.174)
$D^2p_{t-4}$	<b>-1.18100***</b> (0.263)	<b>-0.38346***</b> (0.123)	<b>-0.56657***</b> (0.190)
ASY	<b>0.00682***</b> (0.001)	<b>0.00058</b> (0.001)	<b>0.00281***</b> (0.001)
D95			<b>0.02153***</b> (0.005)
D97			<b>0.01728***</b> (0.005)
DA7881 · $u_{t-1}$	<b>0.0261</b> (0.039)		
DA8190 · $u_{t-1}$		<b>0.0120</b> (0.009)	
DA9097 · $u_{t-1}$			<b>-0.00691</b> (0.005)
$R^2$	0.935	0.719	0.786
Adjusted $R^2$	0.883	0.675	0.720

1 In Gleichung 3 beträgt die Verzögerung 3 Quartale.

\* signifikant am 10%-Niveau;  
 \*\* signifikant am 5%-Niveau;  
 \*\*\* signifikant am 1%-Niveau.  
 Die Werte in Klammern sind die Standardfehler der Schätzung.

## 4. Schlussfolgerungen

Viele Ökonomen vertreten die Auffassung, dass der Arbeitsmarkt über die Entwicklung der Nominallöhne einen wichtigen Einfluss auf die Inflation ausübt. Die Höhe der Arbeitslosigkeit widerspiegelt dabei die Angebots- und Nachfrageverhältnisse auf dem Arbeitsmarkt. Die NAIRU stellt diejenige Arbeitslosenquote dar, bei der vom Arbeitsmarkt her kein Druck in Richtung höherer oder tieferer Inflationsraten ausgeht. Kennt die Zentralbank die Höhe der NAIRU, so bildet die Differenz zur tatsächlichen Arbeitslosenquote einen Indikator dafür, ob sie die Geldpolitik straffen, lockern oder unverändert lassen soll.

In diesem Aufsatz ging es darum, die Höhe der strukturellen Arbeitslosigkeit in der Schweiz zu schätzen und zu prüfen, ob sich daraus nützliche Informationen für die Nationalbank ergeben. Die strukturelle Arbeitslosigkeit wurde zuerst anhand der Beveridge-Kurve und anschliessend aufgrund einer um die Inflationserwartungen erweiterten Phillipskurve geschätzt. Die Ergebnisse lassen sich in drei Punkten zusammenfassen.

Erstens bestätigen unsere Schätzungen, dass in der Schweiz zwischen der Höhe der Arbeitslosigkeit und der Inflationsrate bzw. der Veränderung der Inflation in der Regel eine negative Beziehung besteht. Die Beziehung ändert sich aber über die Zeit; in gewissen Jahren ist sie sogar positiv. Dies zeigt, dass andere Faktoren als die Entwicklung der Löhne für die Höhe der Inflation eine Rolle spielen können.

Zweitens zeigt der Aufsatz, dass bezüglich der Höhe der strukturellen Arbeitslosigkeit beträchtliche Unsicherheit besteht; dies gilt vor allem für die letzten Jahre. Die geschätzte NAIRU bewegt sich in einem Vertrauensintervall von 1,7%–4,4%. Wird die strukturelle Arbeitslosigkeit anhand der Beveridge-Kurve berechnet, so betrug sie in der Periode von 1993–1998 1,4%. Bei einer feineren Untertei-

lung der Periode schwankt sie zwischen 1,2% und 1,9%. Wenn die strukturelle Arbeitslosigkeit für die Geldpolitik von Nutzen sein soll, muss sie präzise geschätzt werden können. Die geringe Präzision der Schätzungen stellt mit anderen Worten für ihre geldpolitische Verwendbarkeit ein schweres Hindernis dar.

Drittens zeigen beide Schätzmethoden, dass die strukturelle Arbeitslosigkeit seit Mitte der achtziger Jahre gestiegen ist. Der stärkste Anstieg fand während der Rezession der neunziger Jahre statt. Den Ursachen für diese Entwicklung sollte nachgegangen werden. Es ergeben sich daraus Hinweise für die Gestaltung der Arbeitsmarkt- und die Bildungspolitik.



## Literaturverzeichnis

- Akerlof, George, William Dickens und George Perry. 1996. The Macroeconomics of Low Inflation. *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 1–76.
- Ball, Laurence. 1996. Disinflation and the NAIRU. NBER Working Paper 5822. Cambridge (MA).
- Blanchard, Olivier und Lawrence F. Katz. 1996. What We Know and Do Not Know About The Natural Rate of Unemployment. NBER Working Paper 5520. Cambridge (MA).
- Chang, Roberto. 1997. Is Low Unemployment Inflationary? *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta 82/1: 4–13.
- Clark, Peter, Douglas Laxton und David Rose. 1996. Asymmetry in the US Output-Inflation Nexus. *IMF Staff Papers* 43/1: 216–251.
- De Masi, Paula und S. G. B. Henry. 1996. Aspects of The Swiss Labor Market. IMF Working Paper. Washington D.C.
- Eisner, Robert. 1996. A New View of the NAIRU. Northwestern University Working Paper.
- Espinosa-Vega, Marco A. und Steven Russel. 1997. History and Theory of the NAIRU: A Critical Review. *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta 82/2: 4–25.
- Flückiger, Yves. 1994. Analyse des causes de l'augmentation actuelle du chômage en Suisse et à Genève. Université de Genève.
- Friedman, Milton. 1968. The Role of Monetary Policy. *American Economic Review* 58: 1–17.
- Gordon, Robert J. 1996. Time Varying Nairu and Its Implications for Economic Policy. NBER Working Paper 5735. Cambridge (MA).
- King, Robert G., James H. Stock und Mark W. Watson. 1995. Temporal Instability of the Unemployment-Inflation Relationship. *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago 19/3: 2–12.
- Lüscher, Barbara. 1998. Asymmetrie im Output-Inflations-Zusammenhang: Schätzergebnisse und Implikationen. Schweizerische Nationalbank: mimeo.
- Modigliani, Franco und Lucas Papademos. 1975. Targets for Monetary Policy in the Coming Year. *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 141–163.
- OECD. 1993, 1996. OECD Economic Surveys: Switzerland. Paris.
- Scarpetta, Stefano. 1996. Le rôle des politiques du marché du travail et des dispositions institutionnelles concernant le chômage: une comparaison internationale. *Revue économique de l'OCDE* 26/1: 53–113.
- Setterfield, M. A., D. V. Gordon und L. Osberg. 1992. Searching for a Will o' Wisp – An Empirical Study of the NAIRU in Canada. *European Economic Review* 36: 199–136.
- Sheldon, George. 1993. Konjunkturelle und strukturelle Aspekte des schweizerischen Arbeitsmarkts. Bundesamt für Konjunkturfragen. Studie Nr. 16. Bern.
- Staiger, D., James H. Stock und Mark W. Watson. 1996. How Precise Are Estimates of the Natural Rate of Unemployment? NBER Working Paper 5477. Cambridge.
- Staiger, D., James H. Stock und Mark W. Watson. 1997. The NAIRU, Unemployment and Monetary Policy. *Journal of Economic Perspectives* 11/1: 33–49.
- Stalder, Peter. 1994. Ungleichgewichte auf dem schweizerischen Arbeitsmarkt: eine ökonometrische Modellschätzung. *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik* 130/3: 445–463.
- Stiglitz, Joseph. 1997. Reflections on the Natural Rate Hypothesis. *Journal of Economic Perspectives* 11/1: 3–10.
- Zanetti, Attilio. 1997. Rigidité des prix nominaux, changements des prix relatifs et inflation. *Revue suisse d'économie politique et de statistique* 133/3: 477–496.





## Vereinbarung über die Gewinnausschüttung

Der Bundesrat stimmte am 8. April 1998 einer neuen Vereinbarung mit der SNB über die Gewinnausschüttung zu. Demnach wird die Ausschüttung aufgrund einer Ertragsprognose für eine Fünfjahresperiode festgelegt. Von 1999 bis 2003 werden jeweils 1,5 Mrd. Franken ausgeschüttet, wovon  $\frac{1}{3}$  an den Bund und  $\frac{2}{3}$  an die Kantone fallen. Mit der neuen Vereinbarung zwischen dem Eidgenössischen Finanzdepartement und der SNB wird die jährliche Gewinnausschüttung noch stärker geglättet als bis anhin, was die Finanzplanung für Bund und Kantone erleichtert. Die Vereinbarung ersetzt das Gewinnausschüttungskonzept von 1992. Als Grundsatz wurde damals festgehalten, dass die Rückstellungen der SNB im Gleichschritt mit dem nominellen Bruttosozialprodukt ausgeweitet werden sollen. Um eine Glättung der Ausschüttungen zu ermöglichen, wurde eine Ausschüttungsobergrenze von maximal 600 Mio. Franken pro Jahr festgelegt. Die neue Gewinnausschüttungsvereinbarung hält an der Regel fest, wonach der Zuwachs der Rückstellungen der SNB im Gleichschritt mit dem Wachstum des nominellen BSP erfolgen soll. Der Gewinnausweis wird nun aufgrund einer Ertragsprognose der SNB auf fünf Jahre konstant gehalten, wobei allerdings die Rückstellungen 60% des angestrebten Bestandes nicht unterschreiten dürfen. Die Erhöhung der jährlichen Ausschüttung auf 1,5 Mrd. Franken wurde möglich, weil die SNB vom Geschäftsjahr 1998 an – gestützt auf das revidierte Nationalbankgesetz – ihre Währungsreserven ertragreicher bewirtschaften kann. Die Gewinne sollen jeweils unmittelbar nach der Genehmigung durch die Generalversammlung der SNB, d.h. erstmals Ende April 1999, an die Eidgenössische Finanzverwaltung zur Verteilung an den Bund und die Kantone überwiesen werden. Um die Ausschüttungen in der Übergangsphase zwischen alter und neuer Vereinbarung möglichst gut zu verteilen, hat die SNB den Gewinn aus dem Geschäftsjahr 1997 (600 Mio. Franken gemäss alter Vereinbarung) nicht wie ursprünglich vorgesehen im Januar 1999, sondern bereits im April 1998 überwiesen.

## Botschaft zum neuen Geld- und Währungsartikel in der Bundesverfassung

Am 27. Mai 1998 verabschiedete der Bundesrat eine Botschaft über einen neuen Geld- und Währungsartikel in der Bundesverfassung (BV) an die eidgenössischen Räte. Mit der Verfassungsänderung sollen die veraltete Goldbindung des Frankens aufgehoben und das Währungsrecht wieder mit der Währungswirklichkeit in Einklang gebracht werden. Das Revisionsvorhaben beruht auf den Vorarbeiten der Expertengruppe «Reform der Währungsordnung» (vgl. Quartalsheft 4/1997, S. 379).

Der vorgeschlagene Geld- und Währungsartikel ersetzt den Notenbank- und den Münzartikel der BV durch eine moderne monetäre Grundordnung, indem der Nationalbank ein klar umschriebener Auftrag erteilt und ihr eine unabhängige Stellung eingeräumt wird. Die SNB soll die Geld- und Währungspolitik im Gesamtinteresse des Landes führen, wobei das Ziel der Preisstabilität vorrangig ist. Zusammen mit der Unabhängigkeit soll auch die Pflicht der SNB zur Rechenschaftsablage Eingang in die Verfassung finden. Schliesslich verpflichtet der Verfassungsartikel die SNB, die zur Erfüllung ihres Auftrags notwendigen Währungsreserven zu halten, einen Teil davon in Gold. Da die SNB bei marktnäherer Bewertung des Goldes über mehr Währungsreserven verfügt, als sie für die Geld- und Währungspolitik benötigt, kann rund die Hälfte ihres Goldbestandes von 2590 Tonnen für andere öffentliche Zwecke genutzt werden. Diese Reserven sollen nach den Vorstellungen des Bundesrates mit Ausnahme des für die Stiftung solidarische Schweiz vorgesehenen Kapitals im Eigentum der SNB verbleiben, in ertragreichere Anlagen umgeschichtet und von externen Vermögensverwaltern bewirtschaftet werden. Die Erträge werden gemäss bestehendem Verteilschlüssel zu einem Drittel dem Bund und zu zwei Dritteln den Kantonen zukommen.

**Herausgeber**

Schweizerische Nationalbank  
Bereich Volkswirtschaft  
Börsenstrasse 15  
Postfach  
8022 Zürich

**Gestaltung**

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zürich

**Satz**

typolitho ag, Zürich

**Druck**

Druck-Zentrum Tages-Anzeiger, Zürich

**Copyright**

Nachdruck unter Quellenangabe gestattet.  
Belegexemplare erwünscht

**Abonnemente**

Das Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank erscheint separat in deutscher (ISSN 1423-3789) und in französischer Sprache (ISSN 1423-3797). Es kann beim Zürichsee Zeitschriftenverlag, Postfach, Seestrasse 86, CH-8712 Stäfa, Telefon 01 928 56 16, Telefax 0848 80 55 20, abonniert werden.

**Preis**

Fr. 25.– pro Jahr (Ausland: Fr. 30.–).  
Für die Abonnenten des Monatshefts: Fr. 15.– pro Jahr (Ausland: Fr. 20.–).  
Preise Inland inkl. 2% MWSt.  
Postkonto 80-148-3

**Internet**

<http://www.snb.ch>

