

September 1998

3

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA 

Quartalsheft

Schweizerische Nationalbank

Quartalsheft

September 3/1998 16. Jahrgang

Inhalt

4	Übersicht
5	Sommaire
6	Sommario
7	Abstracts
8	Geldpolitische Schlussfolgerungen
10	Wirtschafts- und Währungslage
11	1 Internationale Rahmenbedingungen
11	1.1 Konjunktur
13	1.2 Monetäre Entwicklung
13	1.3 Forderungen der Schweizer Banken gegenüber Ostasien
13	1.4 Konjunkturaussichten
15	2 Monetäre Entwicklung
15	2.1 Geldaggregate
17	2.2 Kredite und Kapitalmarkt
21	2.3 Zinsen
22	2.4 Wechselkurse
23	3 Gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Produktion
23	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	Das Repo – ein neues geldpolitisches Instrument von Philippe Cottier
46	Geld- und währungspolitische Chronik

Übersicht

Geldpolitische Schlussfolgerungen (S. 8)

Die konjunkturellen Aussichten für die schweizerische Wirtschaft sind insgesamt nach wie vor günstig. Die Risiken haben aber infolge der anhaltenden, tiefen Krise in Ostasien, der unsicheren wirtschaftlichen und politischen Lage in Russland und den Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten zugenommen. Die Nationalbank rechnet für die zweite Jahreshälfte mit einem moderaten Wirtschaftswachstum und für das ganze Jahr mit einem Anstieg des realen Bruttoinlandprodukts von rund 2%. Aufgrund dieser mässigen konjunkturellen Erholung stösst die Wirtschaft in absehbarer Zeit kaum an preissteigernde Kapazitätsgrenzen. Auch von der Lohnentwicklung dürften angesichts der immer noch bestehenden Arbeitslosigkeit sowie der beachtlichen Produktivitätssteigerungen keine Teuerungsimpulse ausgehen. Zum gleichen Ergebnis führt die Analyse der Geldmengenentwicklung. Vor diesem Hintergrund und im Blick auf die weiteren Aussichten erachtet die Nationalbank den gegenwärtigen geldpolitischen Kurs als angemessen. Er stützt die konjunkturelle Erholung, ohne die Preisstabilität zu gefährden. Die jüngsten Turbulenzen haben vermehrt wieder das Risiko einer Frankenaufwertung vor Augen geführt. Die Nationalbank wird auch künftig die Wechselkursentwicklung aufmerksam verfolgen und, nötigenfalls, Gegenmassnahmen ergreifen.

Wirtschafts- und Währungslage (S. 10)

Die monetäre Entwicklung in der Schweiz war im zweiten Quartal durch ein deutliches Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge und eine unverändert schwache Zunahme der Geldmenge M_3 geprägt. Obschon die Nationalbank den Geldmarkt grosszügig mit Liquidität versorgte, zogen die Zinssätze bis Mitte Juli an. Gleichzeitig verlor der Franken gegenüber den wichtigen Währungen an Wert. Ab Mitte Juli erstarkte der Franken im Zuge der Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten, während sich die Zinsen wieder zurückbildeten.

Die konjunkturelle Erholung setzte sich im zweiten Quartal fort. Wie bereits im ersten Quartal wuchs die Wirtschaft aber in einem langsameren Rhythmus als im Jahre 1997. Das reale Bruttoinlandprodukt lag damit um 2,2% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Die weitere Wachstumsabflachung gegenüber der Vorperiode ist vor allem auf die insgesamt nachlassende Dynamik im Exportsektor zurückzuführen. Während die Nachfrage aus den USA und Europa kräf-

tig blieb, bildeten sich die Ausfuhren in die asiatischen Länder stark zurück. Der private Konsum und die Ausrüstungsinvestitionen lösten damit die Exporte als wichtigste Konjunkturstütze ab. Von den Bauinvestitionen gingen keine Impulse aus, nachdem sie in den vorangegangenen Quartalen leicht angezogen hatten. Auf dem Arbeitsmarkt verbesserte sich die Lage weiter. Die Beschäftigung und die Zahl der offenen Stellen nahmen zu, und die Arbeitslosenquote sank deutlich. Die Konsumentenpreise blieben von April bis August weiterhin stabil.

Das Repo – ein neues geldpolitisches Instrument (S. 34)

Im April 1998 wurde ein Markt für Repos (repurchase agreements) in der Schweiz eröffnet. Die Schweizerische Nationalbank begann sogleich, das Repo als geldpolitisches Instrument zu nutzen. In diesem Aufsatz wird die Motivation der SNB erläutert und gezeigt, wie Repo-Geschäfte mit der SNB abgeschlossen werden, welche Titel sie akzeptiert und wie der Bestand ihrer Repos sich entwickelt hat. Anschliessend wird der elektronische Repo-Handel vorgestellt und die Dienstleistungen der SEGA (Depotstelle und Wertschriftenclearing-Organisation der Schweizer Banken) beschrieben, welche die automatische Titelauswahl, die Abwicklung und das Risikomanagement während der Laufzeit des Repo umfassen. Ausserdem werden die vertraglichen Grundlagen und die Anpassungen in der schweizerischen Gesetzgebung dargestellt, welche zum Aufbau eines Schweizer Repo-Marktes nötig waren.

Conclusions de politique monétaire (p. 8)

Pour l'économie suisse, les perspectives conjoncturelles demeurent favorables dans l'ensemble. Les risques se sont toutefois accrus en raison de la crise, persistante et profonde, en Asie orientale, de la précarité de la situation économique et politique en Russie ainsi que des turbulences sur les marchés financiers internationaux. La Banque nationale table, pour la seconde moitié de l'année, sur une légère croissance économique et, pour l'ensemble de 1998, sur une progression du produit intérieur brut d'environ 2%. La reprise de la conjoncture étant modérée, l'économie suisse ne se heurtera pas, dans un proche avenir, aux limites de ses capacités de production, ce qui aurait pu entraîner des hausses de prix. De même, l'évolution des salaires ne devrait pas constituer un facteur de renchérissement, étant donné le chômage qui subsiste encore et les augmentations sensibles de la productivité. L'analyse de l'évolution des agrégats monétaires aboutit à la même conclusion. Dans ce contexte, la Banque nationale estime que sa politique monétaire reste appropriée. Celle-ci soutient la reprise économique, sans toutefois mettre en danger la stabilité des prix. Les récentes turbulences ont une nouvelle fois accru le risque d'une revalorisation du franc. La Banque nationale suivra donc attentivement, à l'avenir également, l'évolution du cours du franc et prendra, si besoin est, les mesures qui s'imposent.

Situation économique et monétaire (p. 10)

En Suisse, le deuxième trimestre a été marqué par une nette expansion de la monnaie centrale désaisonnalisée et une progression, toujours faible, de la masse monétaire M_3 . Bien que l'approvisionnement du marché monétaire en liquidités soit resté ample, les taux d'intérêt ont augmenté jusqu'à la mi-juillet. Pendant cette même période, le franc s'est déprécié face aux principales monnaies. Dès la mi-juillet, il s'est raffermi dans le sillage des turbulences sur les marchés financiers, et les taux d'intérêt ont de nouveau baissé.

La reprise de la conjoncture s'est poursuivie au deuxième trimestre. Comme au premier trimestre, la croissance de l'économie suisse n'a toutefois pas atteint le rythme de 1997. Le produit intérieur brut réel dépassait de 2,2% son niveau de la période correspondante de 1997. Ce nouveau ralentissement d'un trimestre à l'autre est imputable pour l'essentiel aux exportations qui, globalement, ont perdu de leur

dynamisme. La demande en provenance des Etats-Unis et d'Europe est demeurée vigoureuse, mais les exportations vers les pays asiatiques ont considérablement fléchi. Les principales impulsions ont découlé de la consommation privée et des investissements en biens d'équipement, qui ont ainsi pris le relais des exportations. Aucune stimulation n'est venue des investissements en constructions, lesquels avaient légèrement progressé aux trimestres précédents. Sur le marché du travail, la situation a continué à s'améliorer. Tant l'emploi que le nombre des places vacantes ont augmenté, et le taux de chômage a nettement reculé. Entre avril et août, les prix à la consommation sont restés stables.

Le repo – un nouvel instrument de politique monétaire (p. 34)

En avril 1998 s'est ouvert en Suisse un marché pour repos (repurchase agreements). Dès cette date, la Banque nationale a utilisé le repo dans ses opérations de politique monétaire. L'article explique les motifs de la BNS, le mode de conclusion de ses repos, les titres qu'elle accepte et l'évolution du volume de ces transactions. Il décrit ensuite le projet de négoce électronique et les services de la SEGA (dépositaire et centrale de clearing des titres des banques suisses) qui comprennent la sélection automatique des titres, le règlement simultané et la gestion des risques. Finalement, il présente les bases contractuelles et les adaptations dans la législation suisse qui ont été nécessaires pour l'introduction du repo.

Conclusioni di politica monetaria (p. 8)

Le prospettive congiunturali rimangono complessivamente favorevoli per l'economia svizzera. I rischi sono tuttavia aumentati, in seguito al perdurare della crisi asiatica, all'incerta situazione politica ed economica in Russia ed alle turbolenze sui mercati finanziari internazionali. Per la seconda metà dell'anno, la Banca Nazionale si attende una crescita economica moderata e prevede, per il 1998, una progressione del prodotto interno lordo reale superiore al 2%. La lenta ripresa congiunturale permette di escludere, entro breve termine, il superamento da parte dell'economia del suo potenziale di crescita non inflazionistico. Tenendo conto dell'attuale situazione sul mercato del lavoro e degli aumenti di produttività rilevati, neppure l'evoluzione salariale dovrebbe dar luogo a pressioni inflazionistiche. L'analisi della crescita della massa monetaria conduce ad una conclusione analoga. In questo contesto, la Banca Nazionale considera appropriato il corso attuale della politica monetaria, che sostiene la ripresa congiunturale senza mettere in pericolo la stabilità dei prezzi. Le recenti turbolenze hanno accentuato il rischio di un rafforzamento del franco. In futuro, la Banca Nazionale seguirà con molta attenzione l'andamento dei cambi e, se necessario, interverrà con misure adeguate.

Situazione economica e monetaria (p. 10)

Durante il secondo trimestre, l'evoluzione monetaria in Svizzera è stata caratterizzata da una netta crescita della base monetaria destagionalizzata e da un aumento sempre debole della massa monetaria M_3 . Benché la Banca nazionale abbia provveduto ad approvvigionare il mercato monetario di liquidità, i tassi d'interesse hanno continuato ad aumentare fino alla metà di luglio. Nel contempo, il franco ha subito un deprezzamento nel confronto delle principali valute estere. A partire da metà luglio, il franco ha riacquisito vigore in seguito alle turbolenze dei mercati finanziari internazionali, mentre i tassi d'interesse si sono nuovamente ridotti.

La ripresa congiunturale è proseguita durante il secondo trimestre. Tuttavia, rispetto allo stesso trimestre del 1997, la crescita economica è stata più lenta, come già accaduto al trimestre precedente. Al secondo trimestre, il prodotto interno lordo reale ha superato il livello dell'anno precedente del 2,2%. L'ulteriore rallentamento della crescita rispetto al periodo precedente si deve soprattutto alla perdita di

slancio nel settore delle esportazioni. Mentre la domanda degli Stati Uniti e dell'Europa è rimasta forte, le esportazioni verso i Paesi asiatici si sono considerevolmente ridotte. Il consumo privato e gli investimenti in beni strumentali sono perciò subentrati alle esportazioni come pilastro principale della congiuntura. Gli investimenti nell'edilizia, leggermente cresciuti nel corso dei trimestri precedenti, non hanno fornito impulsi. La situazione sul mercato del lavoro ha continuato a migliorare. L'occupazione e il numero dei posti liberi sono ancora cresciuti, il tasso di disoccupazione è nettamente diminuito. I prezzi al consumo sono rimasti stabili anche tra aprile e agosto.

Il repo – nuovo strumento della politica monetaria (p. 34)

Nell'aprile del 1998 è stato istituito in Svizzera un mercato per i repo (repurchase agreements). La Banca nazionale ha subito cominciato a servirsene quale strumento di politica monetaria. In questo articolo si indicano i motivi di questa scelta e si spiega come concludere operazioni con la BNS, quali titoli quest'ultima accetta e come si è sviluppato il suo portafoglio di repo. Si presentano quindi il commercio elettronico di questi titoli e i servizi della SEGA (società di deposito e organizzazione di clearing dei titoli delle banche svizzere), tra cui la scelta automatica dei repo, il regolamento e la gestione dei rischi per la durata dell'operazione. Si descrivono inoltre i fondamenti contrattuali e gli adeguamenti della legislazione svizzera che sono stati necessari per la creazione di questo nuovo mercato.

Conclusions for monetary policy (p. 8)

The cyclical outlook for the Swiss economy is still favourable. However, the risks have increased as a result of the ongoing deep crisis in East Asia, the uncertain economic and political situation in Russia and the turbulence in the international financial markets. The SNB expects moderate economic growth in the second half of the year, resulting in a rise of real GDP over the year as a whole of about 2%. Given the only moderate pace of the recovery, the economy will not run into inflationary capacity constraints in the foreseeable future. The still remaining level of unemployment and considerable productivity growth will prevent inflationary wage pressure. Analysis of the monetary aggregates leads to the same conclusion. Taking these circumstances as well as future prospects into account the SNB regards the current course of its monetary policy as appropriate, supporting the economic recovery without endangering price stability. The turmoil in the international financial markets has again led to fears about an appreciation of the Swiss franc. The SNB will continue to closely observe the development of exchange rates and if necessary it will take countermeasures.

Economic and monetary developments (p. 10)

Monetary developments in Switzerland in the second quarter were characterised by a significant expansion of the seasonally-adjusted monetary base, with a continued slow rise in the money stock M₃. Even though the Swiss National Bank supplied the money market generously with liquidity, interest rates moved up until mid-July. At the same time, the Swiss franc depreciated against the major currencies. From mid-July onwards, the Swiss franc strengthened amid turbulence in the international financial markets, while interest rates declined once more.

The economic recovery continued in the second quarter. As already in the first quarter, however, the economy grew at a slower pace than in 1997. Real gross domestic product accordingly exceeded the corresponding previous year's level by 2.2%. The further levelling off of growth compared with the previous period is due mainly to the general loss of dynamism in the export sector. While demand from the United States and Europe remained strong, exports to the Asian countries diminished markedly. Private consumption and equipment investment thus replaced exports as the chief pillar of the economy. No stimuli emanated from building investments, following a

slight increase in the preceding quarters. The situation on the labour market continued to improve. Employment levels and the number of vacancies rose, and the unemployment rate fell perceptibly. Consumer prices again remained stable from April to August.

The repo – a new monetary policy instrument (p. 34)

In April 1998, a market for repos (repurchase agreements) was established in Switzerland. The Swiss National Bank immediately began using repos as a monetary policy instrument. This article explains the SNB's motivation and shows how to enter into a repo agreement with the SNB, what securities it accepts as collateral and how its holdings of repos has developed. Then follows a description of electronic repo trading and of the services offered by SEGA (Swiss Securities Clearing Corporation – depository and securities clearing organisation of the Swiss banks), which include the automatic selection of securities, processing and risk management during the term of the repo. Furthermore, the contractual principles and the amendments to Swiss legislation, which were necessary for establishing a Swiss repo market, are described.

Geldpolitische Schlussfolgerungen

Nach einer kräftigen Beschleunigung im zweiten Halbjahr 1997 verlangsamte sich das Wachstum der schweizerischen Wirtschaft in der ersten Jahreshälfte 1998. Dämpfend wirkten hauptsächlich die Exporte, die infolge der Krise in Ostasien nur noch schwach wuchsen. Die Binnennachfrage entwickelte sich dagegen weiterhin erfreulich; sie beschleunigte sich aber nicht mehr weiter. Die wichtigsten Impulse gingen vom privaten Konsum und den Ausrüstungsinvestitionen aus. Die Bauinvestitionen vermochten die Konjunktur zwar nicht zu stützen, sie stellen aber mittlerweile auch kein Wachstumshemmnis mehr dar.

Die Beschäftigung nahm im zweiten Quartal weiter zu, und die Zahl der Arbeitslosen sank unerwartet stark. Der Rückgang der Arbeitslosigkeit wird allerdings durch die staatlichen Beschäftigungsprogramme überzeichnet. Mehr offene Stellen und optimistische Beschäftigungsaussichten seitens der Unternehmen bestätigen aber insgesamt, dass die Nachfrage nach Arbeitskräften zunimmt.

Die Konsumentenpreise blieben von April bis August weiterhin stabil. Die geringfügigen Preiserhöhungen bei den inländischen Gütern wurden durch die tieferen Preise der Auslandgüter ausgeglichen. Im Kommunikationssektor setzte sich der Preisrückgang fort, während die Preise der übrigen Dienstleistungen im Zuge der Nachfragebelebung etwas anzogen.

Wie angekündigt hielt die Nationalbank an ihrer grosszügigen Geldpolitik fest und versorgte den Geldmarkt weiterhin reichlich mit Liquidität. Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge stieg von April bis August deutlich. Der von der Nationalbank für das zweite Quartal prognostizierte Wert wurde überschritten, und der Abstand zum mittelfristigen Zielpfad vergrösserte sich. Dieser Entwicklung stand allerdings ein weiterhin sehr schwaches Wachstum der Geldmenge M_3 gegenüber. Dieses dürfte vor allem auf die nach wie vor nur geringfügig steigenden inländischen Kredite zurückzuführen sein.

Trotz der Ausweitung der Liquidität stiegen die Zinssätze im zweiten Quartal leicht. Diese tendenzielle Anspannung wurde aber durch die gleichzeitige Abschwächung des Frankens gegenüber den wichtigen Währungen mehr als kompensiert. Damit waren die monetären Bedingungen insgesamt etwas expansiver als im ersten Quartal und ungefähr gleich wie im Jahre 1997. Ab Mitte Juli bildeten sich die Zinssätze wieder zurück, während der Franken gegenüber den meisten Währungen deutlich stärker wurde. Die monetären Rahmenbedingungen blieben damit unverändert.

Die konjunkturellen Aussichten für die schweizerische Wirtschaft sind insgesamt nach wie vor günstig. Die Risiken haben aber infolge der anhaltenden, tiefen Krise in Ostasien, der unsicheren wirtschaftlichen und politischen Lage in Russland und der Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten zugenommen. Aufgrund des schwierigeren internationalen Umfeldes muss in der Schweiz mit einer weiteren Abflachung der Exporte gerechnet werden. Die Binnennachfrage dürfte aber robust bleiben und damit die Konjunktur stützen. Die Nationalbank rechnet für die zweite Jahreshälfte mit einem moderaten Wirtschaftswachstum und für das ganze Jahr mit einem Anstieg des realen Bruttoinlandprodukts von rund 2%.

Aufgrund dieser mässigen konjunkturellen Erholung stösst die Wirtschaft in absehbarer Zeit nicht an preissteigernde Kapazitätsgrenzen. Auch von der Lohnentwicklung dürften angesichts der immer noch bestehenden Arbeitslosigkeit und der beachtlichen Produktivitätssteigerungen keine Teuerungsimpulse ausgehen. Zum gleichen Ergebnis führt die Analyse der Geldmengenentwicklung. Die Nationalbank rechnet bis zum Jahresende nicht mit einer wesentlichen Beschleunigung des Wachstums der Geldmenge M_3 . Für die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge prognostiziert sie für das vierte Quartal einen gegenüber dem dritten Quartal unveränderten Stand von 33,7 Mrd. Franken. Dies bedeutet einen Anstieg von 2,9% gegenüber dem Vorjahr.

Vor diesem Hintergrund und im Blick auf die weiteren Aussichten erachtet die Nationalbank den gegenwärtigen geldpolitischen Kurs als angemessen. Er stützt die konjunkturelle Erholung, ohne die Preisstabilität zu gefährden. Die Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten haben wieder vermehrt die Gefahr einer Frankenaufwertung vor Augen geführt. Die Nationalbank wird auch künftig die Wechselkursentwicklung aufmerksam verfolgen und nötigenfalls Gegenmassnahmen ergreifen.

Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums für die Sitzung des Bankrats
vom 18. September 1998

Der Bericht wurde am 3. September verabschiedet.
Später verfügbare Fakten wurden soweit als möglich
ebenfalls berücksichtigt. Vorquartalsvergleiche
basieren stets auf saisonbereinigten Daten.

1 Internationale Rahmenbedingungen

1.1 Konjunktur

Bis anhin geringe Auswirkungen der Asienkrise auf die Konjunktur in Amerika und Europa

In den USA und in Europa entwickelte sich die Konjunktur im zweiten Quartal 1998 weiterhin günstig. Die Asienkrise beeinträchtigte zwar die Exporte, ihre Auswirkungen wurden jedoch durch eine kräftige Inlandnachfrage aufgefangen. Zudem wurde der Rückgang der Ausfuhren nach Asien teilweise durch höhere Ausfuhren in andere Regionen kompensiert. In den USA und in Grossbritannien trug neben der Asienkrise auch die Höherbewertung der Landeswährungen in den Vorjahren zur Abschwächung der Exporte bei.

Die amerikanische Wirtschaft wuchs im zweiten Quartal weiterhin stark. Das reale Bruttoinlandprodukt lag um 3,6% über dem Stand des Vorjahres. Die Investitionstätigkeit blieb lebhaft, und der private Konsum erhöhte sich kräftig. Die vorlaufenden Indikatoren deuten aber auf eine Abschwächung des amerikanischen Wirtschaftswachstums in der zweiten Jahreshälfte hin.

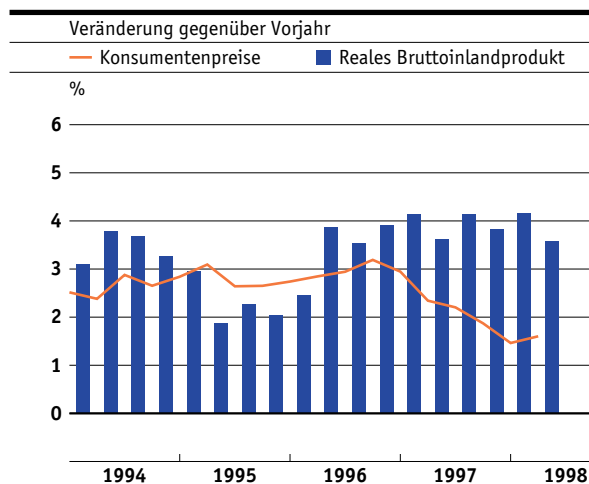
In Grossbritannien verlor das Wachstum im zweiten Quartal an Schwung, nachdem das reale Bruttoinlandprodukt in der Vorperiode noch stark gestiegen war. Neben den Exporten kühlte sich auch die Inlandnachfrage ab.

In Deutschland und Frankreich setzte sich die konjunkturelle Besserung fort. Dazu trug vermehrt die Inlandnachfrage bei. Der private Konsum stieg kräftig, und die Unternehmen erhöhten infolge der günstigeren Aussichten ihre Investitionen. In beiden Ländern belebte sich die Bautätigkeit nach einer längeren Krise.

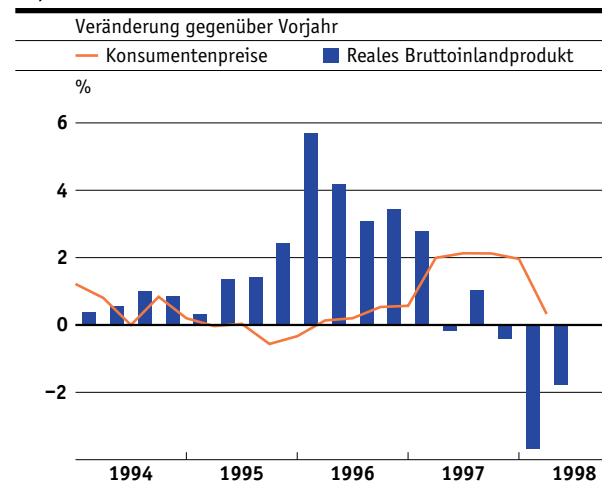
In Italien flachte sich die Konjunkturerholung dagegen ab. Im zweiten Quartal lag das reale Bruttoinlandprodukt nur noch um 1,1% über dem Stand des Vorjahres. Der private Konsum blieb unverändert, nachdem er im Jahre 1997 vor allem infolge der staatlichen Verbilligungen für Automobile kräftig zugenommen hatte. Gemäss den verfügbaren Indikatoren dürfte die Konjunkturflaute in Italien im dritten Quartal anhalten.

Die Besserung der Wirtschaftslage in Deutschland und Frankreich schlug sich in einem – wenn auch vorerst bescheidenen – Rückgang der Arbeitslosigkeit im zweiten Quartal auf 11,2% bzw. 11,9% nieder. In beiden Ländern war dieser Rückgang zum Teil auf staatliche Massnahmen zur Förderung der Beschäftigung zurückzuführen. In den USA und in Grossbritannien sank die Arbeitslosenquote im zweiten Quartal auf 4,4% bzw. 4,8%. In Italien erhöhte sie sich dagegen auf 12,3%.

USA Grafik 1



Japan Grafik 2



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

Rezession in Japan

Die japanische Wirtschaft erlitt im ersten Halbjahr 1998 einen Einbruch, nachdem sie bereits im Vorjahr nur wenig gewachsen war. Das reale Bruttoinlandprodukt sank im zweiten Quartal innert Jahresfrist um 1,8%, nach einem Rückgang von 3,7% in der Vorperiode. Der Konjunkturunbruch ist auf die rückläufige Inlandnachfrage zurückzuführen. Die Krise in den anderen ostasiatischen Ländern trug aber ebenfalls zum Abschwung bei. Die Arbeitslosenquote stieg im zweiten Quartal auf über 4%.

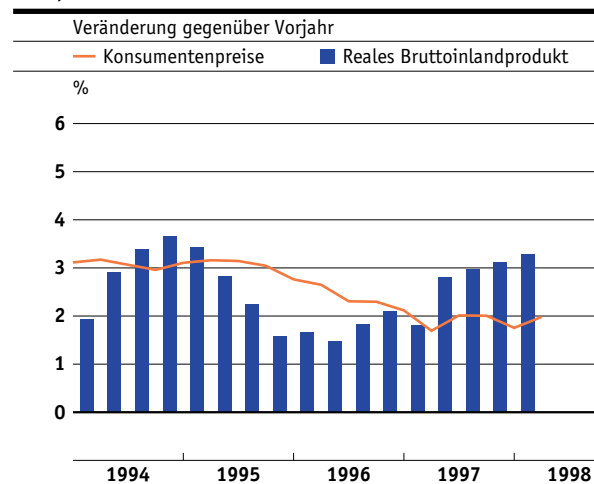
Die meisten Konjunkturbeobachter rechnen nicht mit einer schnellen Besserung der Wirtschaftslage. Die umfangreichen Steuererleichterungen und Investitionen, welche das japanische Parlament im zweiten Quartal beschloss, dürften die Konjunktur zwar stimulieren. Nachhaltig sind die Massnahmen jedoch kaum. Die Regierung setzte deshalb verschiedene Reformprojekte um: Auf Anfang April liberalisierte sie den Kapitalverkehr mit dem Ausland. Ende Juni nahm eine unabhängige Banküberwachungsbehörde ihre Arbeit auf. Zudem trat ein revidiertes Gesetz über die Zentralbank in Kraft, das dieser mehr Unabhängigkeit verleiht und die Geldpolitik transparenter machen soll.

Finanzkrise in Russland

Um die Jahresmitte verschärften sich in Russland die wirtschaftlichen und politischen Probleme. Es begann sich abzuzeichnen, dass es der Regierung nicht gelingen würde, den Staatshaushalt in geord-

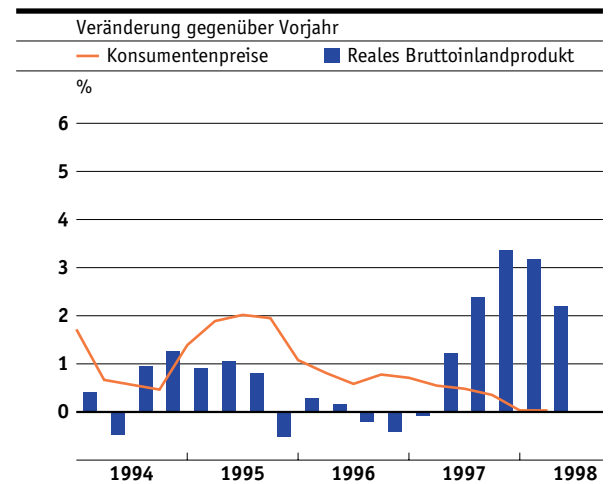
nete Bahnen zu lenken. Um eine Finanzkrise abzuwenden, verabschiedete der Exekutivrat des Internationalen Währungsfonds (IWF) am 20. Juli ein Finanzhilfepaket in Höhe von 11,2 Mrd. Dollar zugunsten Russlands. Davon wurde eine erste Tranche von 4,8 Mrd. Dollar ausbezahlt. Dieses Geld verwendete die Regierung zur Stützung des Rubels und zur Rückzahlung kurzfristiger Staatsschulden. Im August verschlimmerte sich die Lage jedoch. Der Druck auf den Rubel erhöhte sich, die Börsenkurse fielen stark und die Zinssätze für Staatspapiere stiegen rasant. Mehrere Banken gerieten in Liquiditätsengpässe. Mitte August musste die russische Zentralbank die Bindung des Rubels an den Dollar lockern, worauf der Rubel stark an Wert verlor. Die Regierung kündigte eine Umstrukturierung der kurzfristigen, auf Rubel lautenden Staatsschulden an und setzte mit einem Moratorium die Rückzahlung der Schulden des russischen Privatsektors gegenüber privaten Gläubigern im Ausland für drei Monate aus. Der Rubel geriet unter massiven Abwertungsdruck, so dass die Zentralbank seine Stützung Anfang September aufgab.

Europäische Union Grafik 3



Quelle: BIZ

Schweiz Grafik 4



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

1.2 Monetäre Entwicklung

Geringe Teuerung, rückläufige langfristige Zinsen

Die Teuerung auf Konsumstufe war im zweiten Quartal weiterhin gering. Mit Ausnahme von Grossbritannien wiesen alle grossen Industrieländer eine Teuerung von weniger als 2% aus; in Grossbritannien zog sie auf 4% an. In den OECD-Ländern insgesamt (ohne Hochinflationländer) betrug die Teuerung im Juli durchschnittlich 1,9%, in der Europäischen Union 1,8%. Die Teuerungserwartungen blieben tief. Darauf deuten unter anderem die langfristigen Zinsen hin, die in den grossen Industrieländern im ersten Halbjahr nochmals leicht zurückgingen.

Die langfristigen Zinsen der Länder, die den Euro einführen werden, näherten sich weiter an. In Deutschland und Frankreich betrug die Rendite langfristiger öffentlicher Anleihen im zweiten Quartal 4,9%; in Italien lag sie um 0,2 Prozentpunkte darüber. Vor Jahresfrist hatten die langfristigen Zinsen Italiens diejenigen Deutschlands noch um 1,7 Prozentpunkte übertroffen.

Kurzfristige Zinsen weiterhin auf tiefem Niveau

Die kurzfristigen Zinsen blieben im zweiten Quartal in den meisten Industrieländern tief. Während die amerikanische, die deutsche und die französische Zentralbank ihre Geldpolitik nicht änderten, senkten die italienische und die spanische Zentralbank ihre Leitzinsen. In Italien bildete sich der Dreimonatssatz gegenüber der Vorperiode um fast einen Prozentpunkt auf 5% zurück. Die italienischen und spanischen Zinsen näherten sich damit weiter dem in Deutschland und Frankreich vorherrschenden Niveau von 3,5% an. In Grossbritannien erhöhte die Zentralbank den Leitzins im Juni um 0,25 Prozentpunkte auf 7,5%, um Überhitzungserscheinungen vorzubeugen.

Im Laufe des zweiten Quartals verstärkte sich der Druck auf den Yen massiv. In der Folge intervenierten die japanische und die amerikanische Zentralbank am Devisenmarkt, um die japanische Währung zu stützen.

Massive Kurseinbussen an den Börsen

An den amerikanischen und europäischen Börsen erreichten die Aktienindizes Mitte Juli Höchststände. In der zweiten Julihälfte setzte eine deutliche Kurskorrektur ein, die sich Ende August noch akzentuierte. Darin widerspiegelte sich hauptsächlich die wachsende Unsicherheit der Marktteil-

nehmer über die künftige Entwicklung in Asien und Russland.

An den asiatischen Aktienmärkten schwankten die Kurse im zweiten Quartal weiterhin stark. Im August kam es an verschiedenen Börsen zu Kursstürzen. Dabei wurden auch die lateinamerikanischen Börsen in Mitleidenschaft gezogen.

1.3 Forderungen der Schweizer Banken gegenüber Ostasien

Infolge der Asienkrise reduzierten die Schweizer Banken ihre Forderungen gegenüber den zehn wichtigsten Ländern Ostasiens im zweiten Halbjahr 1997 insgesamt um 12,1% auf 93,9 Mrd. Franken (Tabelle 1). Damit sank der Anteil dieser Länder an den gesamten Auslandguthaben der Schweizer Banken von 13,5% auf 11,6%. Während die Forderungen gegenüber Japan und Hongkong massiv sanken, stiegen sie gegenüber den Philippinen, Taiwan, Singapur, Malaysia und Indonesien. Japan verlor als grösstes Schuldnerland der Schweizer Banken in Ostasien an Bedeutung: Nachdem Ende Juni 1997 die Forderungen gegenüber Japan noch 57% der Gesamtschuld der Region betragen hatten, sank dieser Anteil bis Ende 1997 auf 45%.

1.4 Konjunkturaussichten

Trotz der tiefen Krise in Ostasien, den Turbulenzen in Russland und der deutlichen Korrektur an den Börsen sind die konjunkturellen Aussichten in den meisten OECD-Ländern für dieses und das nächste Jahr nach wie vor günstig. Konjunkturstützend wirkt die robuste Binnennachfrage, die insbesondere durch die tiefen Zinssätze und die geringe Teuerung gestützt wird. Infolge der jüngsten Turbulenzen sind die konjunkturellen Risiken aber grösser geworden.

In den Vereinigten Staaten dürfte das reale Wirtschaftswachstum im Jahre 1998 höher ausfallen, als die OECD in ihrer Frühjahresprognose erwartete (Tabelle 2). Für Japan ist dagegen mit einem erheblich stärkeren Rückschlag zu rechnen, als noch im Frühjahr prognostiziert worden war.

Position der Schweizer Banken nach Risikodomizil

Tabelle 1

	Forderungen ¹		Veränderung %	Anteil am Total der Region		Anteil an den gesamten Auslandguthaben	
	Mrd. Fr. Juni 97	Mrd. Fr. Dez. 97		% Juni 97	% Dez. 97	% Juni 97	% Dez. 97
Japan	60,5	41,9	-30,7	56,6	44,6	7,6	5,2
Singapur	15,7	21,7	38,2	14,7	23,1	2,0	2,7
Hongkong	13,6	10,3	-24,3	12,7	11,0	1,7	1,3
Südkorea	4,1	3,9	-4,9	3,8	4,2	0,5	0,5
China	3,1	3,0	-3,2	2,9	3,2	0,4	0,4
Indonesien	3,0	3,6	20,0	2,8	3,8	0,4	0,4
Thailand	3,0	3,1	3,3	2,8	3,3	0,4	0,4
Malaysia	1,5	1,9	26,7	1,4	2,0	0,2	0,2
Taiwan	1,4	2,1	50,0	1,3	2,2	0,2	0,3
Philippinen	0,9	2,4	166,7	0,8	2,6	0,1	0,3
Total	106,8	93,9	-12,1	100,0	100,0	13,5	11,6

Prognosen der OECD

Tabelle 2

	Wirtschaftswachstum ²			Teuerung ³			Arbeitslosenquote ⁴		
	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
USA	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 Die Forderungen umfassen das Total der Guthaben, einschliesslich der Eventualverpflichtungen und der nicht benützten,

aber fest zugesagten Kreditlimiten. Nicht im Total enthalten sind die lokalen Kredite, die im Ausland in lokaler Währung refinanziert wurden, sowie durch Sicherheiten gedeckte Guthaben.

2 Reales Bruttoinlandprodukt, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3 BIP-Deflator, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

4 in Prozent der Erwerbsbevölkerung
Quelle: OECD Economic Outlook, Juni 1998

2 Monetäre Entwicklung

2.1 Geldaggregate

Ausdehnung der Notenbankgeldmenge leicht über den Erwartungen

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge betrug im zweiten Quartal 1998 durchschnittlich 33 327 Mio. Franken und lag damit um 1,8% über dem Stand vor Jahresfrist. Gegenüber dem vierten Quartal 1997 wuchs sie auf ein Jahr hochgerechnet um 3,6%. Die Ausdehnung lag leicht über den Erwartungen. Die Nationalbank hatte einen Stand der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge von 33 100 Mio. prognostiziert. Die Abweichung betrug damit 0,7%.

Die Giroguthaben der Banken bei der Nationalbank betragen durchschnittlich 3840 Mio. Franken. Damit lagen sie um 2,1% über dem Stand des Vorjahresquartals. Gemessen an den Jahreszuwachsrate war im Laufe des Quartals eine Beschleunigung feststellbar. Nachdem die Giroguthaben im April noch unter dem Vorjahresniveau gelegen hatten, übertrafen sie den entsprechenden Vorjahresstand im Mai und Juni um 2,0% bzw. 5,0%. Solche Schwankungen von Monat zu Monat kamen in den letzten Jahren immer wieder vor.

Der Notenumlauf belief sich im Durchschnitt des zweiten Quartals auf 29 409 Mio. Franken und lag damit um 1,9% über dem Stand vor Jahresfrist. Im Vorquartal war er um 0,2% gewachsen. Diese Beschleunigung dürfte vor allem auf die Erholung des

privaten Konsums zurückzuführen sein. Ausserdem war erneut ein unerwartet starker Anstieg der Nachfrage nach Tausendernoten feststellbar.

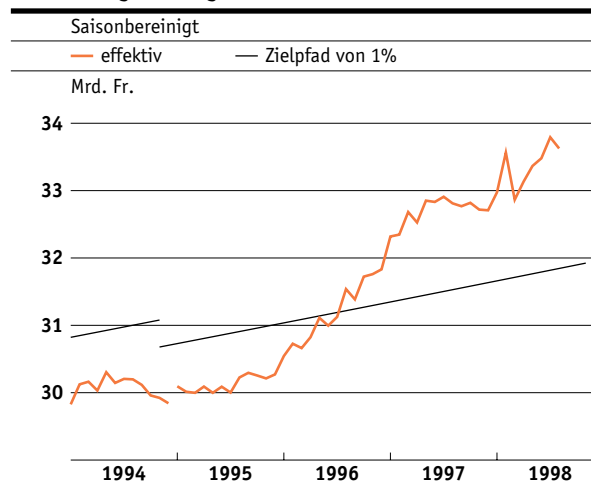
Mit dem stärkeren Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge vergrösserte sich der Abstand zum mittelfristigen Zielpfad. Dieser erhöhte sich von durchschnittlich 4,6% im ersten auf 4,9% im zweiten Quartal. Die Nationalbank geht nach wie vor davon aus, dass die Abweichung vom Zielpfad den Expansionsgrad der Geldpolitik überzeichnet, da sich die Nachfrage nach Tausendernoten verschoben hat.

Stagnation von M_3

Die Geldmenge M_3 , die sich aus dem Bargeldumlauf und den Einlagen des Publikums bei den Banken und der Post zusammensetzt, lag im zweiten Quartal um 0,9% über dem Vorjahresniveau. Saisonbereinigt verharrte sie auf dem Stand des ersten Quartals.

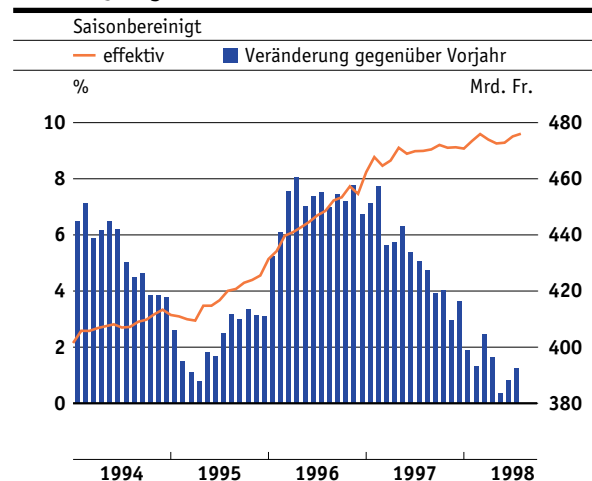
Die Veränderungen in der Zusammensetzung von M_3 widerspiegeln im wesentlichen den Zinsverlauf. Da die Geldmarktzinsen im Laufe des zweiten Quartals leicht anzogen, kam es zu Umschichtungen von Spar- und Sichteinlagen in Termineinlagen. Die Termineinlagen lagen aber immer noch deutlich unter ihrem Vorjahresstand (-7,5%). Während die Spareinlagen im gleichen Zeitraum nahezu stagnierten (-0,9%), wiesen die Sichteinlagen und die Transaktionskonti weiterhin einen deutlichen Zuwachs auf (7,7% bzw. 9,1%). Die Entwicklung der Geldmenge M_3 , welche die Nationalbank vermehrt als Indikator verwendet, deutet nicht auf die Gefahr eines mittelfristigen Teuerungsanstiegs hin.

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 3

	1996	1997	1997			1998						
			2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	April	Mai	Juni	Juli	Aug.
Notenumlauf ¹	28,2	29,0	28,9	28,5	29,3	29,4	29,4	29,6	29,4	29,3	29,5	29,2
Veränderung ²	2,4	2,8	2,8	2,3	1,7	0,2	1,9	2,2	1,5	2,0	2,6	2,7
Giroguthaben ¹	2,9	3,7	3,8	3,8	3,8	3,9	3,8	3,5	3,8	4,2	4,0	3,9
Veränderung ²	14,1	26,5	35,1	26,9	15,6	12,4	2,1	-1,0	2,0	5,0	4,2	1,6
NBGM ^{3,3}	31,2	32,7	32,6	32,4	33,1	33,3	33,2	33,1	33,2	33,5	33,5	33,1
SBNBGM ^{1,4}	31,2	32,7	32,7	32,8	32,7	33,1	33,3	33,1	33,4	33,5	33,8	33,6
Veränderung ²	3,5	4,8	5,7	4,7	3,1	2,1	1,8	1,9	1,6	2,0	2,7	2,5
Veränderung ⁵	5,0	3,1	6,2	4,5	3,1	4,8	3,6	2,9	3,8	3,9	4,8	3,6

Breit definierte Geldaggregate und ihre Komponenten⁶

Tabelle 4

	1996	1997	1997			1998						
			2. Q. ^p	3. Q. ^p	4. Q. ^p	1. Q. ^p	2. Q. ^p	April ^p	Mai ^p	Juni ^p	Juli ^p	
Bargeldumlauf	2,6	3,3	4,1	3,2	0,8	-0,3	1,4	1,6	0,9	1,5	1,6	
Sichteinlagen	15,6	14,9	17,5	17,9	11,9	16,7	7,7	12,5	5,4	5,3	4,5	
Transaktionskonti	11,4	6,9	4,9	8,5	7,2	8,1	9,1	9,8	9,5	8,0	6,8	
M₁	11,7	10,1	10,6	12,0	8,3	10,8	7,2	9,8	6,1	5,7	4,8	
Spareinlagen	12,1	4,0	4,1	4,5	3,7	2,1	-0,9	0,4	-1,0	-2,0	-1,1	
M₂	11,9	6,7	7,0	7,9	5,8	6,1	2,9	4,7	2,3	1,5	1,7	
Termineinlagen	-9,6	-0,9	1,4	-7,8	-5,8	-16,0	-7,5	-11,1	-8,4	-2,6	-1,5	
M₃	6,9	5,2	5,9	4,6	3,6	1,8	0,9	1,6	0,3	0,8	1,1	

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

Die Geldmenge M_1 , die sich aus dem Bargeldumlauf, den Sichteinlagen und den Transaktionskonti zusammensetzt, lag im Durchschnitt des zweiten Quartals um 7,2% über ihrem Vorjahresstand. Die Geldmenge M_2 , die neben den in M_1 enthaltenen Komponenten auch die Spareinlagen umfasst, stieg um 2,9%. Somit verlangsamte sich das Wachstum aller drei breiten Aggregate.

2.2 Kredite und Kapitalmarkt

Zunahme der Kredite an ausländische und inländische Kunden

Die Kredite der Banken an das Ausland lagen am Ende des zweiten Quartals um 88% über ihrem Vorjahresstand. Dieser Anstieg erklärt sich durch Änderungen der Statistik, die mit der Fusion des Schweizerischen Bankvereins und der Schweizerischen Bankgesellschaft zur UBS zusammenhängen. Die beiden Grossbanken hatten die Repogeschäfte bisher unterschiedlich verbucht. Im einen Fall verlängerten die Repos die Bilanz, im anderen blieb die Bilanzsumme unbeeinflusst. Die UBS hat sich für ein Verfahren entschieden, bei welchem die Repos zu einer Verlängerung der Bilanz führen.

Die durch die Fusion bedingten Verzerrungen betrafen fast ausschliesslich das Auslandsgeschäft. Die Zahlen über das Inlandsgeschäft blieben aussagekräftig, da sich die inländischen Kunden aus steuerlichen Gründen noch wenig am Repomarkt beteiligen. Der Zuwachs der inländischen Kredite gegenüber dem Vorjahr betrug Ende Juni 0,8%, wobei sich das Wachstum im Laufe des Quartals leicht beschleunigte. Bei den Baukrediten zeichnete sich ebenfalls eine Belebung ab. Nachdem die bewilligten und die beanspruchten Baukredite bis Mai markant abgenommen hatten, gingen die beanspruchten Kredite im Juni nur noch wenig zurück und die bewilligten Kredite stiegen sogar leicht.

Die Abbildung der inländischen Ausleihungen im Zeitraum 1982–1997 zeigt den engen Zusammenhang zwischen Bruttoinlandprodukt und inländischer Kreditfähigkeit (Grafik 7a). Die Hypothekarkredite weisen allerdings geringere Ausschläge auf als die Forderungen gegenüber Kunden (nicht-hypothekarisch gedeckte Kredite). In den letzten 18 Monaten wuchsen die Hypothekarforderungen regelmässig mit 3,5 bis 4,5%, während die Forderungen gegenüber Kunden zum Teil massiv abnahmen (Grafik 7b). Die in diesem Zeitraum beobachtete schwache Entwicklung der inländischen Kreditfähigkeit ist also auf den Rück-

gang der Forderungen gegenüber Kunden zurückzuführen. Die Erholung der inländischen Kreditfähigkeit, die sich in den letzten Monaten abzeichnete, geht wiederum vom leichten Anstieg der Forderungen gegenüber Kunden aus.

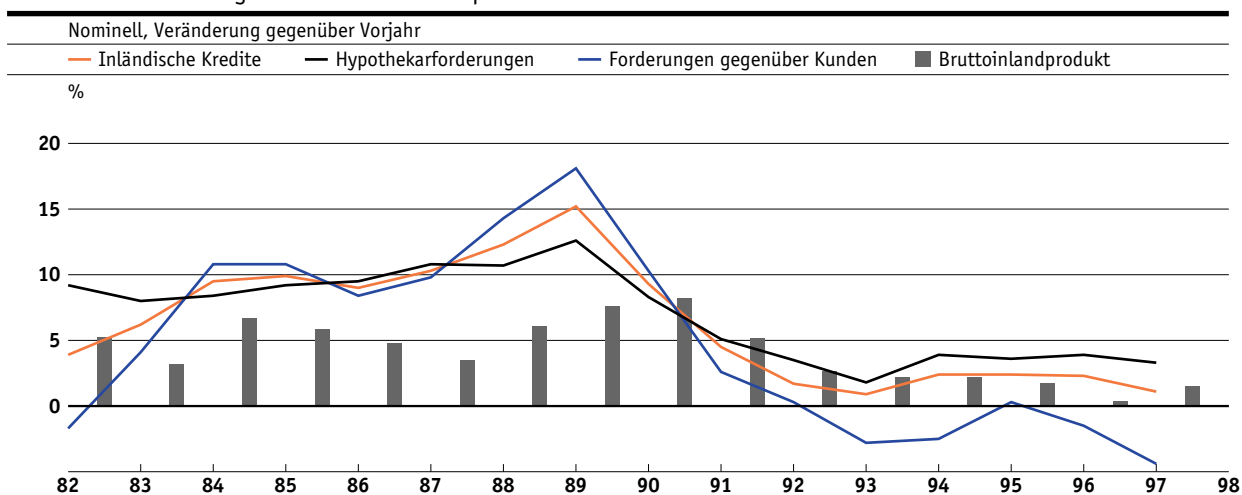
Starke Beanspruchung des Kapitalmarktes

Im zweiten Quartal war die Nettobeanspruchung des schweizerischen Kapitalmarktes durch Anleihen- und Aktienemissionen mit 14,1 Mrd. Franken fast doppelt so hoch wie vor Jahresfrist. Der Anstieg der Nettokapitalaufnahme durch Obligationenanleihen betraf sowohl die inländischen Schuldner (von 0,9 Mrd. Franken auf 4,2 Mrd. Franken) als auch die ausländischen Schuldner (von 5,8 Mrd. Franken auf 8,9 Mrd. Franken) und war vor allem auf das höhere Volumen an Neuemissionen zurückzuführen. Im Inlandbereich sank das Volumen der gewöhnlichen Anleihen (Straights) um rund einen Fünftel, während jenes der Wandelanleihen sich verdreifachte. Damit fiel der Anteil der Straights auf rund drei Viertel des Gesamtbetrags, gegenüber nahezu 90% vor Jahresfrist. Im Auslandbereich waren einzig die Begebungen von Anleihen mit variablem Zinssatz rückläufig. Im Vorjahresvergleich fielen sie um fast die Hälfte. Im Gegensatz dazu verzeichneten sowohl die synthetischen Obligationen als auch die eigenkapitalgebundenen Anleihen ein kräftiges Wachstum, wobei die Zunahme der Wandelanleihen den starken Rückgang der Optionsanleihen deutlich übertraf.

Die Nettobeanspruchung durch Aktienemissionen bewegte sich bei gestiegenem Volumen der Begebungen und Rückzahlungen in der gleichen Grössenordnung wie vor Jahresfrist (rund 1 Mrd. Franken).

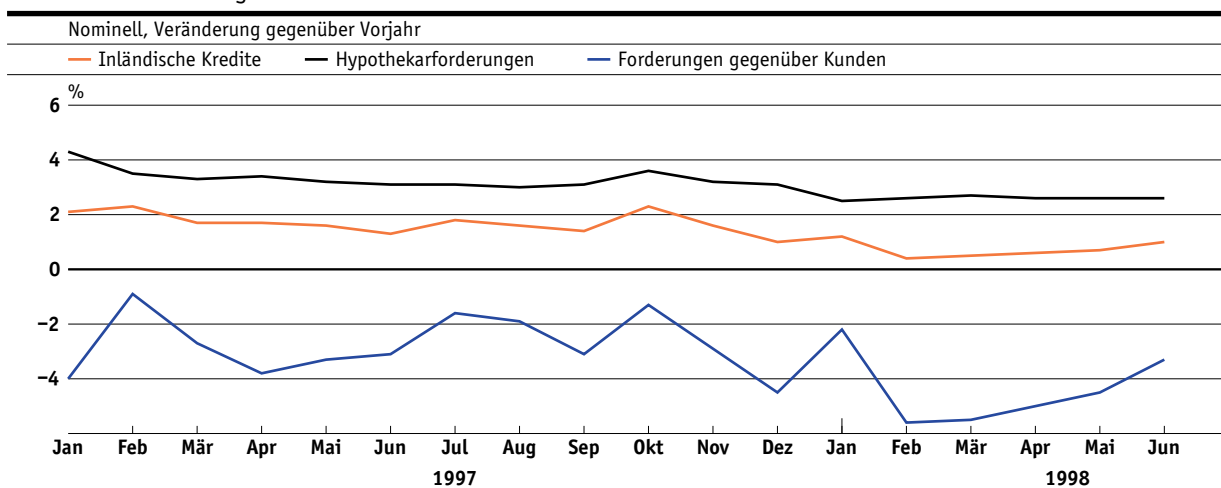
Inländische Kreditfähigkeit und Bruttoinlandprodukt

Grafik 7a



Inländische Kreditfähigkeit seit 1997

Grafik 7b



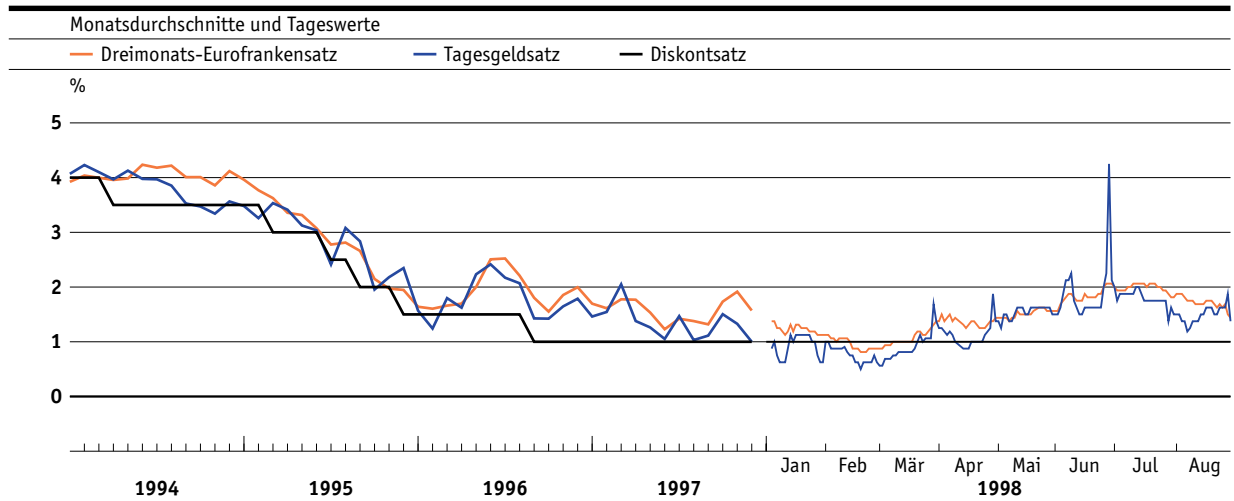
Grafiken 7a und 7b: Quelle: SNB

	1996	1997	1997			1998	
			2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Anleihen und Aktien, total							
Emissionswert ¹	60,8	61,7	15,1	17,1	13,7	22,3	20,8
Konversion/Rückzahlung	42,0	32,9	7,5	8,2	8,3	9,0	6,7
Nettobeanspruchung	18,9	28,8	7,6	8,9	5,4	13,3	14,1
Schweizerische Obligationenanleihen							
Emissionswert ¹	23,3	24,3	6,2	5,9	6,0	11,5	7,5
Konversion/Rückzahlung	22,7	17,6	5,3	3,5	3,8	4,4	3,3
Nettobeanspruchung	0,6	6,8	0,9	2,3	2,2	7,1	4,2
Schweizer Aktien							
Emissionswert ¹	1,5	2,9	1,2	1,1	0,6	0,1	1,8
Rückzahlung	1,6	3,0	0,3	2,0	0,5	0,5	0,8
Nettobeanspruchung	-0,1	-0,1	0,9	-0,9	0,1	-0,4	1,0
Ausländische Obligationenanleihen²							
Emissionswert ¹	36,0	34,5	7,7	10,1	7,1	10,7	11,5
Rückzahlung	17,6	12,4	1,9	2,6	4,0	4,1	2,6
Nettobeanspruchung ³	18,4	22,1	5,8	7,5	3,1	6,6	8,9

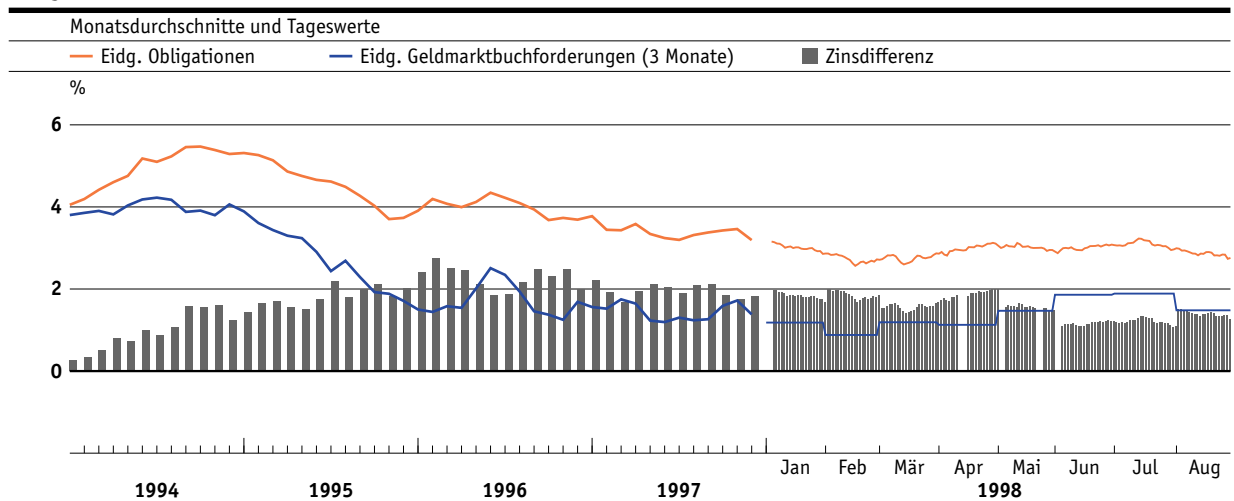
1 nach Liberierungsdatum

2 ohne Fremdwährungs-
anleihen

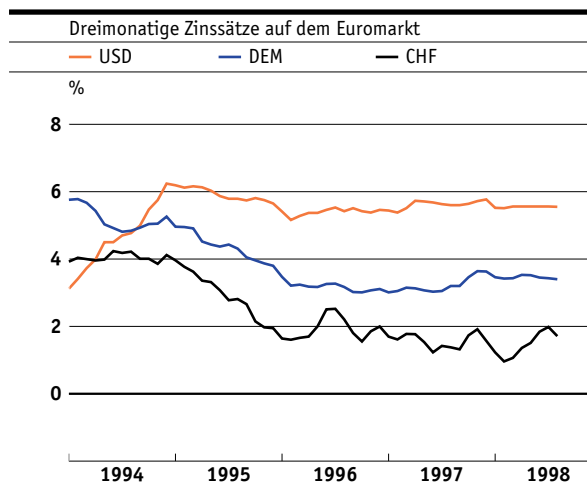
3 ohne Konversion



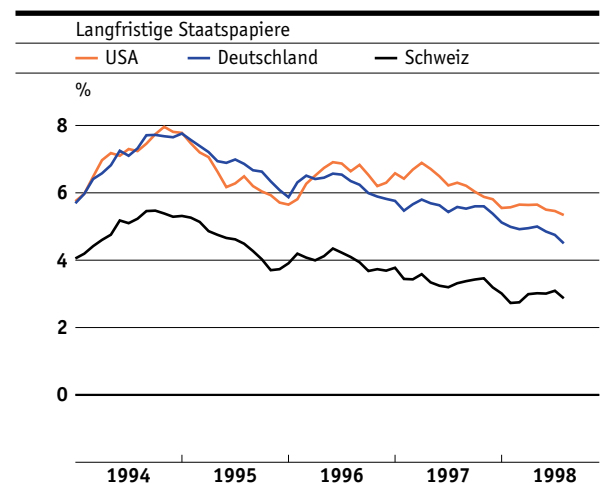
Obligationenrendite und Zinsstruktur



Zinssätze im Ausland



Zinssätze im Ausland



Grafiken 8 und 10: Quelle: SNB

Grafik 9: Eidg. Obligationen: Durchschnittsrendite, berechnet nach Fälligkeit bzw. Kündigung, 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

2.3 Zinsen

Anstieg der Geldmarktzinsen ...

Die Geldmarktzinsen, die im Februar einen Tiefstand erreicht hatten, zogen bis Mitte Juli kontinuierlich an. Im Durchschnitt des zweiten Quartals lagen sie damit etwa gleich hoch wie im Jahresdurchschnitt 1997. Der Tagesgeldzins bewegte sich zwischen 1,1% im April und 1,9% im Juni. Im Durchschnitt betrug er 1,5%. Die Verzinsung von Eurofrankenanlagen mit einer Laufzeit von drei Monaten, die im ersten Quartal noch 1,1% betragen hatte, stieg auf 1,6%.

... und der Obligationenrenditen im zweiten Quartal

Die Obligationenrenditen, die im Februar ebenfalls einen Tiefpunkt erreicht hatten, nahmen in den folgenden Monaten wieder leicht zu. Sie lagen damit allerdings immer noch unter dem durchschnittlichen Stand des Jahres 1997. Da die Obligationenrenditen weniger stark stiegen als die Geldmarktzinsen, verminderte sich die Differenz zwischen langfristigen und kurzfristigen Zinssätzen. Die Zinskurve flachte sich damit gegenüber dem ersten Quartal ab.

Ungeachtet des Anstiegs der kurzfristigen Zinssätze nahmen die Kantonalbanken die Hypothekensätze für alte Hypotheken auf 4% zurück. Die Zinssätze für neue Hypotheken waren bereits Anfang Jahr reduziert worden. Der Sparzins, der im ersten Quartal ebenfalls herabgesetzt worden war, blieb zwischen April und August unverändert. Sensitiver reagierten die Sätze der Kassenobligationen. Nachdem sie im Laufe des ersten Quartals parallel zur Entwicklung am Geld- und Obligationenmarkt zurückgegangen waren, stiegen sie im zweiten Quartal wieder an. Sie lagen im August allerdings immer noch leicht unter dem Stand zu Beginn des Jahres.

Zinsdifferenz zum Ausland geprägt durch Bewegungen der Frankenzinsen

Die kurzfristigen Dollar- und D-Mark-Zinsen blieben bis August nahezu unverändert. Der Zinssatz für dreimonatige Eurodollars bewegte sich um 5,5%, während der Satz für entsprechende Anlagen in D-Mark rund 2 Prozentpunkte tiefer lag. Die Differenz zu den Frankenzinsen wurde somit durch die Bewegungen der volatileren schweizerischen Sätze dominiert. Mit den steigenden Frankenzinsen nahm sie zwischen Februar und August tendenziell ab.

Bei den langfristigen Zinssätzen ergab sich ein ähnliches Bild. Die langfristigen Renditen von Dollar-

anlagen blieben bis im August stabil, während jene von D-Mark-Anlagen leicht fielen. Damit nahm die Differenz zu den langfristigen Zinssätzen in der Schweiz leicht ab.

Die Differenz zwischen den lang- und kurzfristigen Zinssätzen war im zweiten Quartal in der Schweiz immer noch etwas ausgeprägter als in Deutschland. Deutlich flacher als in diesen beiden Ländern verläuft die Zinskurve in den Vereinigten Staaten.

Rückläufige Geld- und Kapitalmarktsätze im August

Mitte Juli setzte auf dem schweizerischen Geld- und Kapitalmarkt ein Zinsrückgang ein. Ende August betrug der Zinssatz für dreimonatige Eurofrankenanlagen 1,4% und lag damit um 0,7 Prozentpunkte tiefer als Mitte Juli. Gleichzeitig bildete sich die Durchschnittsrendite der Bundesobligationen von 3,2% auf 2,8% zurück. Damit wurde die Zinsdifferenz wieder etwas grösser.

Korrektur der Aktienpreise im Sommer

Die schweizerischen Aktienindizes stiegen im Laufe des zweiten Quartals erneut, allerdings wesentlich weniger stark als im ersten Quartal. Gemessen am SPI betrug die Zunahme von Ende März bis Ende Juni 4,6%, im Vergleich zu 21,0% in den ersten drei Monaten von 1998. Zu Beginn des dritten Quartals setzte sich der Kursanstieg zunächst fort. Ab Mitte Juli kam es vor dem Hintergrund der anhaltenden Krise in Ostasien und der sich zuspitzenden Probleme in Russland zu einer deutlichen Kurskorrektur nach unten.

2.4 Wechselkurse

Abschwächung des Dollars ...

Nachdem der Dollar von Anfang April bis Mitte August gegenüber dem Yen noch stark an Wert gewonnen hatte, geriet er Ende August im Zuge der massiven Kurseinbrüche auf den Aktienmärkten gegenüber den meisten wichtigen Währungen stark unter Druck. Ende August schloss er gegenüber dem Yen nur noch um 2% fester als im April. Im Vergleich zu den europäischen Währungen verlor der Dollar von Anfang April bis Ende August stark an Wert. Einzig gegenüber dem britischen Pfund schloss er Ende August gleich stark wie Anfang April.

Der japanische Yen erholte sich Ende August leicht, nachdem er von April bis Mitte August massiv an Wert verloren hatte. Die D-Mark blieb im zweiten Quartal stabil, während sich das britische Pfund vor dem Hintergrund einer leicht nachlassenden Dynamik der Wirtschaft abschwächte. Mit einem Rückgang von 6% fiel die Tieferbewertung des Pfundes gegenüber der D-Mark besonders stark aus.

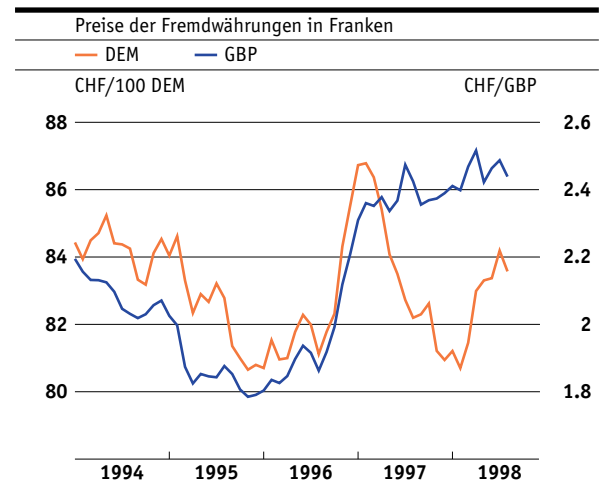
... und stärkerer Franken

Ende August schloss der Franken gegenüber der D-Mark mit 82,2 Franken pro 100 D-Mark gleich stark wie Anfang April. Das Vertrauen der Märkte in einen stabilen Euro liess den Franken gegenüber den europäischen Währungen zunächst schwächer tendieren. Vor dem Hintergrund der Turbulenzen an den Finanzmärkten legte er jedoch Ende August stark an Wert zu. Im Vergleich zum amerikanischen Dollar und zum japanischen Yen wurde der Franken Ende August dagegen um 6% bzw. 8% höher als Anfang April gehandelt.

Der reale exportgewichtete Aussenwert des Frankens bildete sich von April bis Juli weiter zurück. Im August erhöhte er sich jedoch deutlich. Er lag aber immer noch um 1% unter seinem Vorjahresniveau. Im Vergleich zum amerikanischen Dollar und zum britischen Pfund legte der Franken real um 0,4% bzw. 2,5% an Wert zu. Gegenüber der D-Mark bildete er sich um 1,3% zurück.

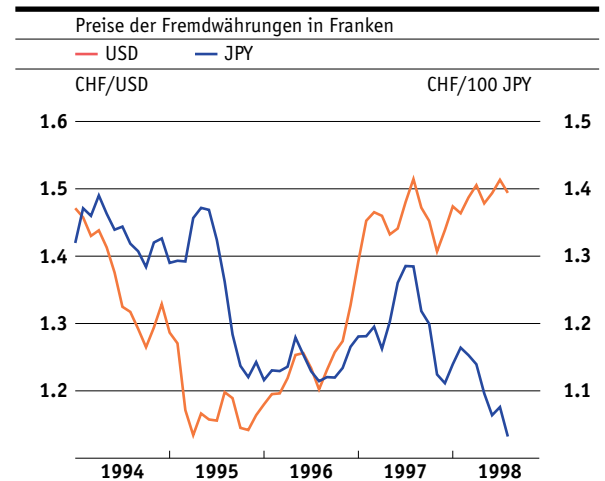
Devisenkurse

Grafik 12



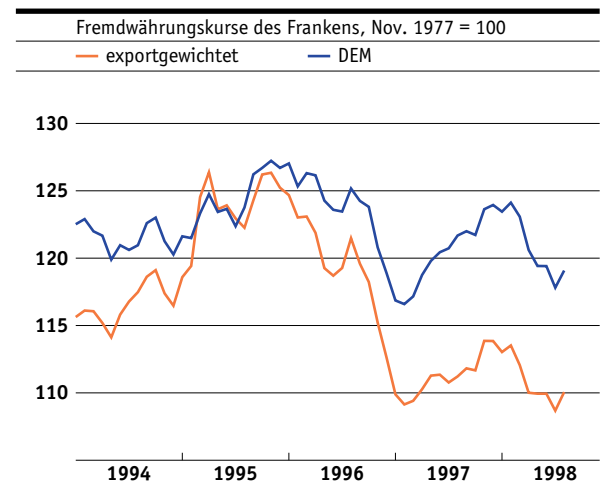
Devisenkurse

Grafik 13



Reale Wechselkursindizes

Grafik 14



Grafiken 12, 13 und 14:
Quelle: SNB

3 Gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Produktion

3.1 Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion

Weiterhin moderates Wachstum des Bruttoinlandprodukts

Die konjunkturelle Erholung setzte sich im zweiten Quartal 1998 fort. Wie bereits im ersten Quartal wuchs die Wirtschaft in einem etwas langsameren Rhythmus als im Jahre 1997. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm gegenüber der Vorperiode um 1,3% zu (auf Jahresbasis hochgerechnet) und lag damit um 2,2% über dem entsprechenden Vorjahresniveau.

Gemäss den revidierten Zahlen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung fiel die Wachstumsabflachung stärker aus als ursprünglich angenommen. Dies ist darauf zurückzuführen, dass das reale Bruttoinlandprodukt für das Jahr 1997 deutlich nach oben revidiert wurde.

Die Exporte leisteten auch im zweiten Quartal 1998 den wichtigsten Wachstumsbeitrag. Der private Konsum und die Ausrüstungsinvestitionen bildeten

aber ebenfalls eine bedeutende Wachstumsstütze. Die Bauinvestitionen lagen dagegen nur geringfügig über dem Vorjahresstand. Die Importe wuchsen deutlich weniger stark als im ersten Quartal, so dass sich der negative Aussenbeitrag verkleinerte.

Schwächere Industriekonjunktur

Im Industriesektor verlor die Konjunktur im zweiten Quartal an Dynamik. Der von der KOF/ETH publizierte Indikator «Geschäftsgang in der Industrie insgesamt» bildete sich seit Anfang Jahr leicht zurück, da die weitere Besserung der Lage im Binnensektor die Abflachung im Exportbereich nicht zu kompensieren vermochte.

Bei den exportorientierten Unternehmungen schwächte sich das Produktionswachstum deutlich ab. Die Lager an Fertigprodukten wurden dennoch vermehrt als zu hoch beurteilt. Die Bestellungseingänge, die seit Mitte 1997 kontinuierlich an Schwung verloren hatten, stagnierten im Juni gegenüber dem Vorjahr. Die Exportunternehmer planen zwar eine leichte Drosselung der Produktion in den nächsten Monaten, ihre Erwartungen bezüglich des Bestellungseingangs sind aber wieder optimistischer. Die starke Binnennachfrage in vielen europäischen Län-

Bruttoinlandprodukt und seine Komponenten

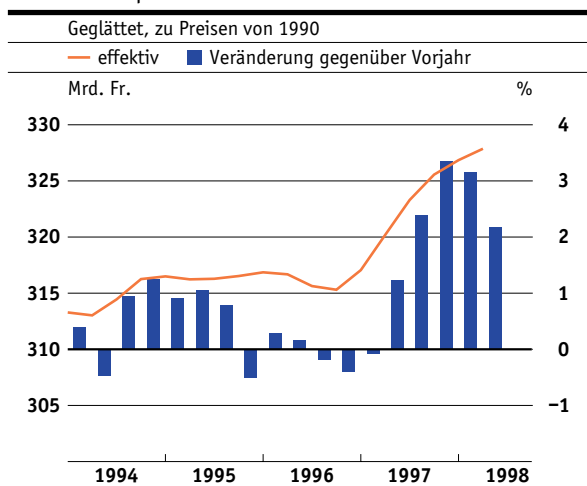
Preise von 1990; Beiträge in Prozentpunkten zur Veränderung des BIP gegenüber Vorjahr

Tabelle 6

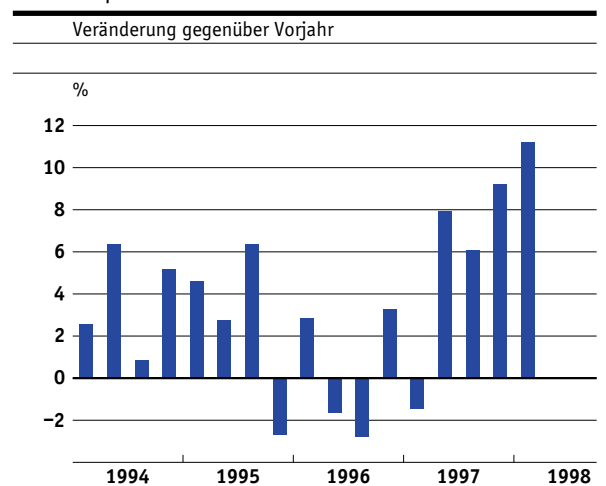
	1996	1997	1997			1998	
			2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Privater Konsum	0,3	0,7	0,8	0,7	1,3	1,0	0,9
Konsum Staat und Sozialversicherungen	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Anlageinvestitionen	-0,7	0,4	0,2	0,4	1,2	1,3	0,8
Bau	-0,9	-0,2	-0,3	-0,2	0,1	0,2	0,1
Ausrüstungen	0,2	0,6	0,5	0,7	1,1	1,1	0,7
Inländische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

Quelle: BFS, BWA

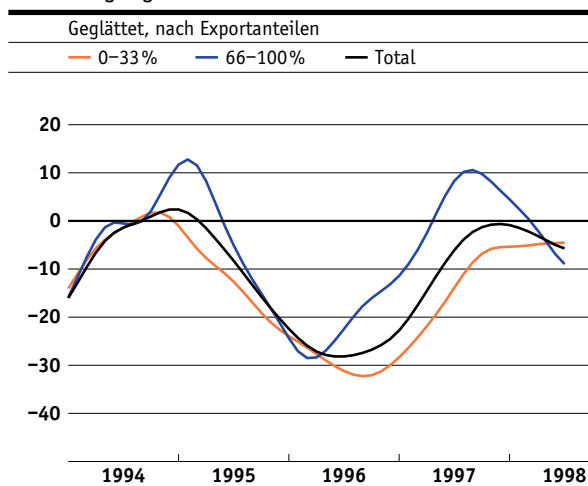
Bruttoinlandprodukt Grafik 15



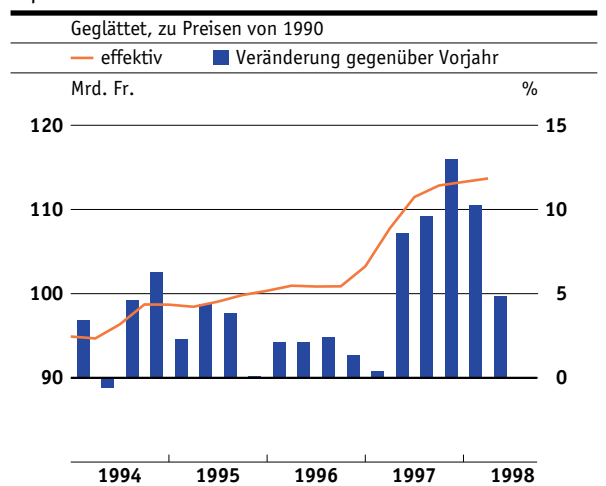
Industrieproduktion Grafik 17



Geschäftsgang in der Industrie Grafik 16



Exporte Grafik 18



Grafiken 15 und 18: Quartalschätzung 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

dern und den Vereinigten Staaten und die weitere leichte Abschwächung des Frankens dürften im zweiten Halbjahr zu einer Erholung der Bestellungen aus dem Ausland führen.

Die Situation der binnenorientierten Unternehmen entwickelte sich weiterhin erfreulich. Auch in den baunahen Branchen verbesserte sie sich auf ein annähernd befriedigendes Mass. Die Lager an Fertigprodukten blieben unverändert auf einem angemessenen Niveau. Der Bestellungseingang stieg innert Jahresfrist weiter. Eine Beschleunigung der Industriekonjunktur im inlandorientierten Bereich wird in den nächsten Monaten jedoch nicht erwartet. Die Unternehmer rechnen mit moderat steigenden Bestellungen und planen, ihre Produktion im Rhythmus der vergangenen Monate auszudehnen.

Höhere Kapazitätsauslastung

Trotz des markanten Ausbaus der technischen Kapazitäten im ersten Halbjahr 1998 erreichte die Kapazitätsauslastung im zweiten Quartal mit 86% den höchsten Wert seit 1994. Während in den ersten drei Monaten von 1998 besonders die exportorientierten Unternehmen ihre Produktionskapazitäten ausgebaut hatten, waren es im zweiten Quartal vermehrt die Unternehmen mit einem geringen Exportanteil.

3.2 Aussenhandel und Ertragsbilanz

Abgeschwächte Exportdynamik im ersten Halbjahr

Im Vergleich zur zweiten Jahreshälfte von 1997 liess die Exportdynamik im ersten Halbjahr 1998 deutlich nach. Die Abschwächung war hauptsächlich auf die Krise in Ostasien zurückzuführen. Die Zahlen für das erste und das zweite Quartal sind aufgrund von Kalendereinflüssen schwierig getrennt zu interpretieren. Im zweiten Quartal nahmen die realen Ausfuhren saisonbereinigt gegenüber der Vorperiode zu, nachdem sie sich im ersten Quartal zurückgebildet hatten. Innert Jahresfrist wuchsen sie um 4,7%, verglichen mit 10,7% in der Vorperiode. Arbeitstagbereinigt hielt sich das Jahreswachstum etwa im Rahmen des ersten Quartals.¹

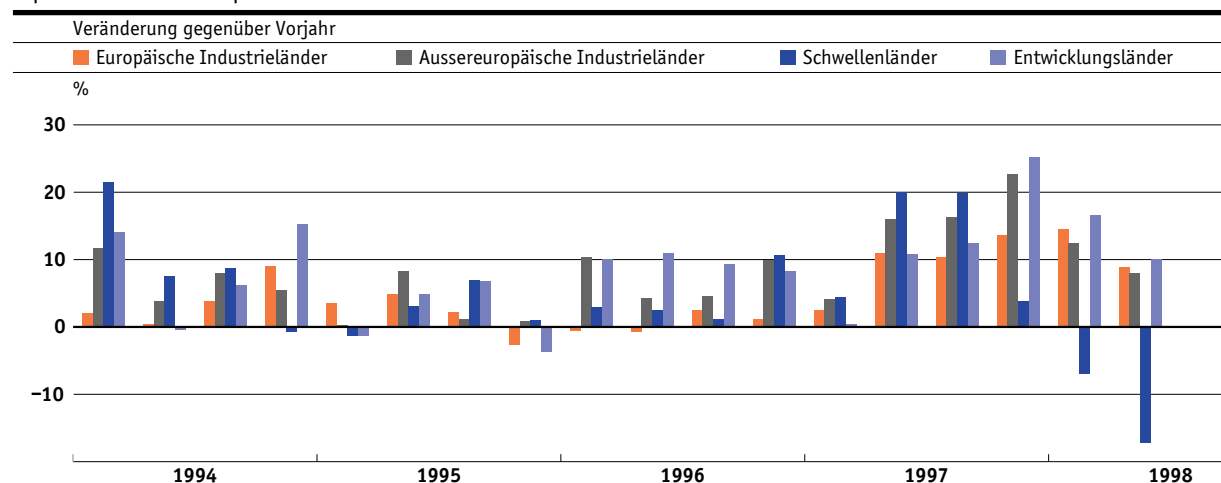
Die Exporte von Investitionsgütern stiegen mit 10,6% (arbeitstagbereinigt) erneut überdurchschnittlich stark, wobei die Nachfrage nach Präzisionsinstrumenten besonders kräftig zunahm. Während die Ausfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten mit knapp 8% etwas weniger stark stiegen als im ersten Quartal, beschleunigte sich das Wachstum der Konsumgüterausfuhren von 2,1% auf 5,6%. Die deutlich höheren Lieferungen von Pharmaprodukten kompensierten dabei einen Einbruch bei den Uhrenexporten.

Zunehmende Exporte in die EU

Nach Absatzgebieten aufgeteilt wiesen die (nominellen) Exporte ein ähnliches Muster auf wie im ersten Quartal. Die Ausfuhren in die EU übertrafen das Vorjahresniveau um 10,8% und nahmen damit

Exporte nach Handelspartnern

Grafik 19



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

¹ Infolge des durch die Osterfeiertage bedingten Wegfalls von zwei Arbeitstagen lagen die arbeitstagbereinigten Vorjahreszuwachsrate im zweiten Quartal um etwa 3,3 Prozentpunkte höher, im ersten Quartal dagegen

um 3,3 Prozentpunkte tiefer als die offiziell ausgewiesenen unbereinigten Daten. Im folgenden werden stets arbeitstagbereinigte Daten verwendet. Die offiziellen Werte finden sich in Tabelle 7 und 8 sowie in Grafik 19.

Reale Ausfuhren nach Verwendungszweck¹
Veränderungen gegenüber Vorjahr in Prozent²

Tabelle 7

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

Reale Einfuhren nach Verwendungszweck¹
Veränderungen gegenüber Vorjahr in Prozent²

Tabelle 8

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

Ertragsbilanz Salden in Mrd. Franken

Tabelle 9

	1996 ³	1997 ³	1997 ³			1998 ⁴	
			2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Waren	1,1	-0,5	-0,3	-0,5	1,3	-1,0	-0,8
Spezialhandel	1,9	0,3	-0,2	-0,4	1,6	-0,8	-0,6
Dienste	15,4	18,8	4,3	4,8	4,4	5,2	4,7
Fremdenverkehr	1,6	1,5	-0,1	0,3	0,1	1,2	0,0
Arbeits- und Kapitaleinkommen	15,6	19,7	4,9	4,9	4,9	4,6	4,8
Kapitaleinkommen	22,4	26,2	6,5	6,5	6,5	6,2	6,4
Laufende Übertragungen	-5,0	-4,9	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,1
Total Ertragsbilanz	27,2	33,1	7,6	7,9	9,5	7,6	7,6

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

2 nicht arbeitstagbereinigt

3 revidiert

4 Schätzung

Quellen: Eidg. Oberzolldirektion (Tabelle 7 und 8), SNB (Tabelle 9)

erneut überdurchschnittlich stark zu. Innerhalb der EU verlief die Entwicklung allerdings nicht gleichmässig. Während die Ausfuhren nach Frankreich, Holland und Grossbritannien stark expandierten, entwickelten sich diejenigen nach Deutschland und Italien verhaltener. Ausserhalb der EU wuchsen die Exporte in die USA mit rund 18% besonders kräftig; sie profitierten weiterhin vom starken Dollar sowie der robusten Binnennachfrage in den USA. Dagegen sanken die Ausfuhren nach Japan um 3,5%. Dämpfend wirkten die starke reale Höherbewertung des Frankens gegenüber dem Yen sowie die ausgeprägte konjunkturelle Abflachung in Japan.

Weiter stark rückläufige Exporte nach Ostasien

Die anhaltende Krise in Ostasien schlug sich in einem weiteren starken Rückgang der Exporte in diese Region nieder. Insgesamt lagen die Lieferungen in die asiatischen Schwellenländer um knapp 26% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau, nach einem Rückgang um 21,6% in der Vorperiode. Während Taiwan als einziges Land noch leicht zunehmende Lieferungen aus der Schweiz verzeichnete, schrumpften die Exporte nach Singapur um fast 34% (1. Quartal: -15,8%). Die Uhrenindustrie war von der rückläufigen Nachfrage aus Ostasien besonders stark betroffen. Im zweiten Quartal nahmen die Lieferungen nach Hongkong, dem zweitgrössten Abnehmer von Uhren, um 23,2% ab. Die Krise hinterliess aber auch Spuren in der Maschinenindustrie und in der chemischen Industrie, die in diese Region um 33% bzw. 24% weniger exportierten. Beide Branchen lieferten allerdings vor Ausbruch der Asienkrise mit 9% bzw. 5% einen deutlich geringeren Anteil ihrer Exporte nach Ostasien als die Uhrenindustrie (18%). Die Exporte in die Entwicklungsländer sowie insbesondere in die Transformationsländer (vor allem in die GUS) gewannen dagegen an Schwung. Der Anteil der Transformationsländer an den gesamten Exporten beträgt mittlerweile 4,5%, während derjenige der ostasiatischen Schwellenländer innert Jahresfrist von 8,2% auf 5,5% sank.

Stärkeres Wachstum der Importe

Die realen Güterimporte stiegen im zweiten Quartal weiter und lagen damit arbeitstagbereinigt um 10% über dem entsprechenden Vorjahreswert (1. Quartal: 6,4%). Zwischen den verschiedenen Importkategorien zeigten sich beträchtliche Unterschiede. Die Einfuhren von Konsumgütern zogen nach einem nur mässigen Wachstum im ersten Quartal

markant an und übertrafen den Vorjahresstand um 12,7%. Dieser starke Zuwachs wird einerseits durch das Ostergeschäft, andererseits durch die Fussballweltmeisterschaft etwas überzeichnet. So nahmen insbesondere die Einfuhren von Unterhaltungselektronik sprunghaft zu. Während die Importe von Investitionsgütern mit 10,9% ungefähr im gleichen Rhythmus wie in der Vorperiode wuchsen, nahmen diejenigen von Rohstoffen und Halbfabrikaten deutlich langsamer zu (6,5%, gegenüber 11% im 1. Quartal). Dies dürfte teilweise auf die nachlassende Dynamik in den stark exportorientierten Branchen zurückzuführen sein. Gemäss der KOF-Umfrage nahmen die geplanten Einkäufe von Rohstoffen und Halbfabrikaten in diesen Branchen seit Jahresbeginn deutlich ab.

Verstärkte Importe aus Ostasien

Erwartungsgemäss führte die markante Abwertung der asiatischen Währungen zu einer Beschleunigung des Importwachstums aus dieser Region. Im ersten Halbjahr 1998 lagen die realen Einfuhren um knapp 20% über ihrem Vorjahresstand, nachdem sie 1997 annähernd stagniert hatten.

Unveränderte Preisentwicklung

Die am Mittelwert gemessenen Export- und Importpreise entwickelten sich ähnlich wie in der Vorperiode. Während die Exportpreise stagnierten, bildeten sich die Einfuhrpreise um 3% zurück. Diese Abnahme ist vor allem auf sinkende Ölpreise zurückzuführen.

Unveränderter Ertragsbilanzüberschuss

Die nominellen Güterimporte nahmen im zweiten Quartal gegenüber der Vorjahresperiode um 6% zu, während die Güterexporte mit 4,6% etwas langsamer stiegen. Dadurch erhöhte sich das Defizit im Aussenhandel um 0,4 Mrd. auf 0,6 Mrd. Franken. Der Aktivsaldo der Dienstleistungsbilanz stieg um 0,4 Mrd. auf 4,7 Mrd. Franken. Vor allem die höheren Einnahmen aus dem Fremdenverkehr sowie die gestiegenen Kommissionseinnahmen der Banken trugen zu diesem Wachstum bei. Der Aktivsaldo der Arbeits- und Kapitaleinkommen lag dagegen infolge tieferer Zinseinnahmen der Banken um 0,1 Mrd. unter dem Vorjahresniveau bei 4,8 Mrd. Franken. Insgesamt war der Überschuss der Ertragsbilanz mit 7,6 Mrd. Franken gleich hoch wie vor Jahresfrist. Sein Anteil am nominellen Bruttoinlandprodukt belief sich damit auf 7,9%.

3.3 Investitionen

Die Anlageinvestitionen wuchsen im zweiten Quartal erneut. Sie übertrafen ihr Vorjahresniveau um 3,1% (1. Quartal: 6,4%). Die Ausrüstungsinvestitionen nahmen gegenüber der Vorperiode kräftig zu. Dagegen stagnierte die Bautätigkeit, nachdem sie gemäss den revidierten Daten in den beiden Vorquartalen leicht gewachsen waren.

Anhaltende Besserung im Bausektor

Die Lage im Bausektor dürfte sich weiter verbessern. Die Zementlieferungen stiegen im ersten Halbjahr um 1,4% gegenüber dem Vorjahr. In der Industrie der Steine und Erden stabilisierte sich der Indikator Geschäftsgang seit Anfang Jahr auf einem deutlich höheren Niveau als 1997. Die Bauinvestitionen verharrten zwar im zweiten Quartal auf dem Stand der Vorperiode und lagen damit nur noch leicht über dem Vorjahresniveau. Die Bestellungseingänge und Auftragsbestände im Baugewerbe deuten aber auf eine weiter anziehende Nachfrage im privaten Bau hin. Der öffentliche Bau, der bis anhin die Baukonjunktur am stärksten gestützt hatte, dürfte in den kommenden Monaten dagegen an Schwung verlieren.

Der Bautest der KOF/ETH für das zweite Quartal zeichnet ein deutlich positiveres Bild als in den vorangegangenen Quartalen. Die Geschäftslage im Bauhauptgewerbe besserte sich weiter. Die Bauunternehmer beurteilten die Auftragsbestände nur noch als leicht ungenügend, wobei die Einschätzung im Hochbau positiver ausfiel als im Tiefbau. In beiden Sparten wird in den nächsten drei und sechs Monaten mit steigenden Auftragseingängen gerechnet, wobei die Zukunftserwartungen im Hochbau etwas optimistischer sind als im Tiefbau. Die Tätigkeit im Bauhauptgewerbe verlagerte sich weiter zugunsten der Erneuerungs- und Unterhaltsarbeiten. Deren Anteil betrug im zweiten Quartal rund 37%, nach 35% in der entsprechenden Vorjahresperiode.

Die von Wüest&Partner für das zweite Quartal publizierten Immobilienpreisindizes entwickelten sich uneinheitlich. Die Preise für Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen blieben im zweiten Quartal bei einem markant höheren Angebot annähernd stabil. Auch im Büroflächenmarkt zog die Nachfrage an; die Leerstände bildeten sich bei nur noch schwach sinkenden Preisen zurück. Die Wohnungsmieten sanken dagegen bei unverändertem Angebot wieder beschleunigt, nachdem sie in den vorangegangenen Quartalen stagniert hatten.

Anhaltend dynamische Ausrüstungsinvestitionen

Die saisonbereinigten Ausrüstungsinvestitionen nahmen im zweiten Quartal kräftig zu, nachdem sie bereits im ersten Quartal die Konjunktur stark gestützt hatten. Gegenüber dem Vorjahr wuchsen sie um 6,3%, nach 10,1% im ersten Quartal. Die Importe von Investitionsgütern stiegen innert Jahresfrist erneut um über 10% (arbeitstagbereinigt). Gemäss der Umfrage des Vereins Schweizerischer Maschinen-industrieller sank zwar der Umsatz der Branche aus dem Inlandgeschäft leicht. Die inländischen Bestellungseingänge lagen jedoch um 22% über ihrem Vorjahresniveau. Dies deutet auf eine weiterhin lebhaftere Investitionstätigkeit hin. Das Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen dürfte sich in der zweiten Jahreshälfte jedoch abflachen, da die technischen Kapazitäten in den ersten zwei Quartalen markant ausgebaut wurden und die Industrieproduktion sich verlangsamte.

4 Arbeitsmarkt

4.1 Beschäftigung

Weitere Besserung der Beschäftigungslage

Im zweiten Quartal erhöhte sich die Zahl der Beschäftigten weiter. Saisonbereinigt stieg sie um 0,4% gegenüber der Vorperiode und übertraf den Stand vor Jahresfrist um 1,6% (1. Quartal: 0,8%). Die Vollzeitbeschäftigung stieg dabei um 0,8%, die Teilzeitbeschäftigung zwischen 50 und 90% um 4,2% und jene unter 50% um 3,4%.

Die Verbesserung der Beschäftigungslage ist in erster Linie auf die günstige Entwicklung im Dienstleistungssektor zurückzuführen. Hier nahm die Zahl der Stellen gegenüber dem Vorjahr um 2,1% zu, wobei alle Branchen mit Ausnahme des Transport- und Kommunikationssektors zum Anstieg beitrugen. Zum ersten Mal seit Ende 1994 wies auch der Bausektor wieder eine leicht höhere Beschäftigung auf (0,7%). In der Industrie kam der mehrjährige Beschäftigungsrückgang insgesamt zum Stillstand. In der Chemie, in der Nahrungsmittel-, der Maschinen- und Metallindustrie sowie in der Elektronik- und Uhrenindustrie nahm die Zahl der Arbeitsplätze zu. In anderen Branchen wurden allerdings weiter Stellen abgebaut, so in der Textil- und Bekleidungsindustrie sowie in der grafischen Industrie und der Papierindustrie.

Die weiteren Indikatoren der Arbeitsnachfrage entwickelten sich günstig. Der Manpower-Index stieg erneut und erreichte ein ähnliches Niveau wie 1995.

Er liegt damit aber immer noch deutlich unter dem Stand Ende der achtziger Jahre. Die Zahl der bei den Arbeitsämtern gemeldeten offenen Stellen erhöhte sich von 12 500 März auf 13 800 im Juni. Die Zahl der geleisteten Überstunden stabilisierte sich auf relativ hohem Niveau. Gemäss den Umfrageergebnissen des KOF-Industrietests schätzten nur noch sehr wenige Unternehmen ihre Belegschaft als zu hoch ein. Die Beschäftigungsaussichten verbesserten sich sowohl in der verarbeitenden Industrie als auch im Bausektor. Dagegen verschlechterten sie sich leicht im Dienstleistungssektor.

4.2 Arbeitslosigkeit

Der Rückgang der Arbeitslosigkeit beschleunigte sich im zweiten Quartal erneut. Die Zahl der Arbeitslosen sank saisonbereinigt von 158 900 im März auf 136 500 Juni. Die Arbeitslosenquote bildete sich von 4,4% auf 3,8% zurück. Der Rückgang betraf etwa in gleichem Ausmass Personen, die seit weniger als einem halben Jahr, und solche, die bereits seit längerer Zeit keine Stelle haben. Im Juni waren 44% der bei den Arbeitsämtern gemeldeten Personen seit weniger als einem halben Jahr arbeitslos; 23% waren seit sieben bis zwölf Monaten und 33% seit mehr als einem Jahr ohne Arbeit. In der Deutschschweiz ging die Arbeitslosenquote im Verlauf des zweiten Quartals von 3,8% auf 3,2% zurück. Die französische Schweiz verzeichnete einen ähnlich starken Rückgang um 0,7 Prozentpunkte auf 5,1%. Am deutlich-

Arbeitsmarkt nicht saisonbereinigte Zahlen

Tabelle 10

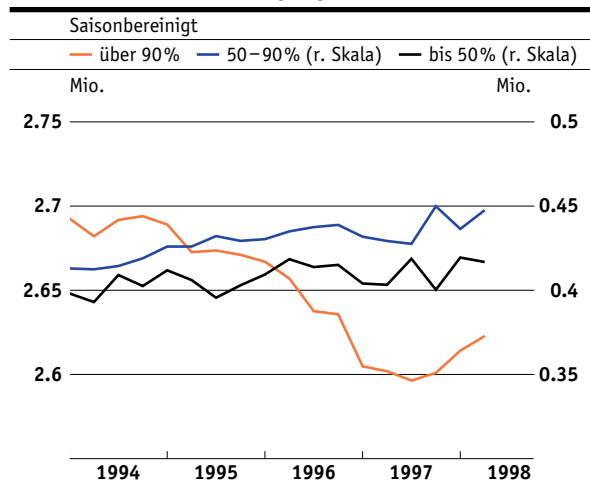
	1996	1997	1997			1998			
			2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	Juli	Aug.
Voll- und Teilzeitbeschäftigte ¹	-0,3	-1,6	-2,2	-1,4	-1,1	0,8	1,6	-	-
Vollzeitbeschäftigte ¹	-1,0	-1,8	-2,1	-1,6	-1,3	0,3	0,8	-	-
Arbeitslosenquote ^{2,3}	4,7	5,2	5,3	5,0	4,9	4,8	3,9	3,5	3,4
Arbeitslose ³	168,6	188,3	191,7	180,2	176,7	174,9	142,3	126,0	122,2
Stellensuchende ³	206,7	244,7	244,5	240,9	243,8	244,0	221,7	208,4	203,2
Kurzarbeiter ³	13,1	6,6	6,4	2,2	3,0	5,6	2,8	1,0	-
Gemeldete offene Stellen ³	5,6	9,4	10,5	10,4	9,5	12,1	15,0	15,0	13,8

1 Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

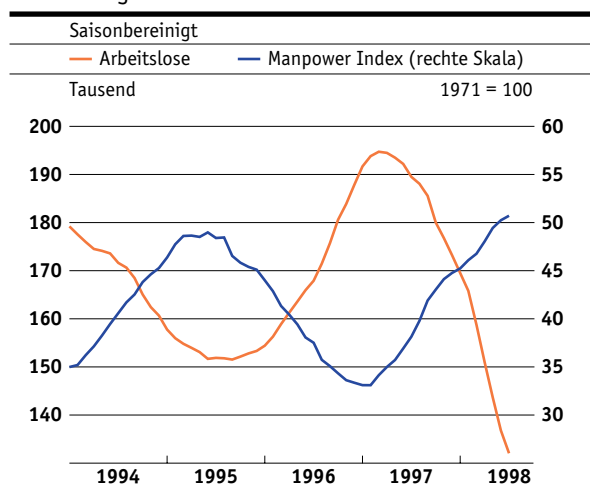
2 Registrierte Arbeitslose in Prozent der erwerbsfähigen Wohnbevölkerung gemäss Volkszählung 1990 (3 621 716 Erwerbspersonen)

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

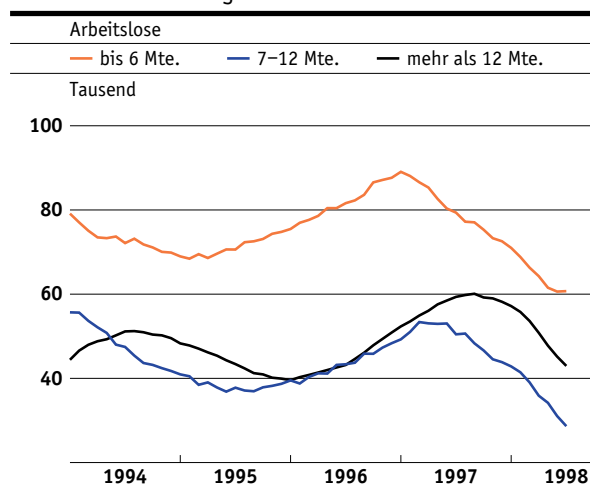
Voll- und Teilzeitbeschäftigung Grafik 23



Arbeitslosigkeit und offene Stellen Grafik 24



Dauer der Arbeitslosigkeit Grafik 25



Grafiken 23, 24 und 25:
Quelle: BFS

sten, nämlich von 7,1% auf 6,2%, sank die Arbeitslosenquote im Tessin.

Die Zahl der Stellensuchenden nahm im zweiten Quartal ebenfalls ab, allerdings weniger rasch als diejenige der Arbeitslosen. Im Juni betrug sie 219 600, gegenüber 231 000 im März. Gemäss Schätzungen des Bundesamtes für Wirtschaft und Arbeit befinden sich etwa 30% der Stellensuchenden in einem Beschäftigungsprogramm oder in Ausbildung; rund 45% gehen einem Zwischenverdienst nach.

Die Kurzarbeit, die im Jahre 1997 kontinuierlich gesunken war, stabilisierte sich im ersten Halbjahr 1998 auf tiefem Niveau. Im Juni waren noch 2200 Personen von Kurzarbeit betroffen. Erneut wies der Bausektor am meisten Kurzarbeit auf. Die Zahl der ausgefallenen Stunden nahm aber deutlich ab. Neben den Baubranchen führten auch die Elektronik-, die Maschinen-, die Metall- und die Holzindustrie zeitweise Kurzarbeit ein.

Rückgang der Arbeitslosigkeit: konjunkturelle und statistische Effekte

Der Rückgang der Arbeitslosigkeit, der im April 1997 einsetzte, war überraschend stark. Dies ist jedoch teilweise auf statistische Effekte zurückzuführen. Zum einen werden Arbeitslose, die sich in einem Beschäftigungsprogramm oder in Weiterbildung befinden, nicht mehr in der Arbeitslosenstatistik aufgeführt. Zum anderen führte die in den vergangenen Jahren zunehmende Langzeitarbeitslosigkeit zu einer grösseren Zahl von Ausgesteuerten. Ausgesteuerte bleiben nur teilweise weiterhin in der Arbeitslosenstatistik registriert.

Während die Abnahme der Arbeitslosenquote zunächst fast ausschliesslich auf statistische Effekte zurückzuführen war, verstärkte sich inzwischen der Einfluss der Konjunkturerholung auf den Arbeitsmarkt. Im zweiten Quartal war der Rückgang der Arbeitslosigkeit zu über 50% konjunktureller Natur. Der Aufschwung wirkte sich dabei in verschiedener Hinsicht auf die Arbeitslosigkeit aus: Zum einen fand eine grössere Anzahl von Personen einen Zwischenverdienst, zum anderen nahmen die Neuzugänge bei der Arbeitslosenversicherung ab. Dagegen blieb die Zahl der Abgänger, die eine feste Stelle fanden, annähernd konstant. Unter Berücksichtigung der statistischen Effekte dürfte die saisonbereinigte Arbeitslosenquote im Juni etwa 4,7% betragen haben.

5. Preise

5.1 Konsumentenpreise

Stabile Preise im zweiten Quartal ...

Seit Anfang 1998 herrscht auf Konsumstufe Preisstabilität. Im zweiten Quartal betrug die Jahres-teuerung gemessen am Landesindex der Konsumentenpreise 0,1%, nach 0% im ersten Quartal. Sowohl die Waren- als auch die Dienstleistungspreise erhöhten sich um durchschnittlich 0,1%. Bei den Waren standen steigende Preise für Nahrungsmittel und Getränke sowie für Bekleidung und Schuhe sinkenden Benzin- und Heizölpreisen gegenüber. Die privaten Dienstleistungen verteuerten sich im zweiten Quartal um 0,3% und damit etwas stärker als in der Vorperiode. Teurer als im Vorjahr waren insbesondere die Pauschalreisen. Die Wohnungsmieten übertrafen ihr Vorjahresniveau ebenfalls leicht. Dagegen beschleunigte sich der Preisrückgang bei den öffentlichen Dienstleistungen. Er betrug 0,8%, nach 0,5% im ersten Quartal. Die Kommunikationsdienstleistungen, die fast 14% der öffentlichen Dienstleistungen ausmachen, verbilligten sich gegenüber dem Vorjahr erneut um rund 10%. Im Gesundheitsbereich sank die Teuerung von 0,6% im ersten auf 0,3% im zweiten Quartal. Die Abnahme war auf sinkende Medikamentenpreise und auf die Verbilligung von ärztlichen Leistungen und Spitalleistungen zurückzuführen.

Der Preisrückgang bei den ausländischen Gütern schwächte sich auf 0,3% ab. Einerseits verbilligte sich das Erdöl nicht mehr so stark wie im ersten Quar-

tal, andererseits verlor der Schweizer Franken seit Anfang Jahr leicht an Wert. Die Inlandteuerung verharrte bei 0,2%. Seit Januar 1998 liegt sie wieder leicht über derjenigen bei den Auslandsgütern.

... sowie im Juli und August

Im Juli und August verharrte die Teuerung bei 0,1%. Die Dienstleistungen verteuerten sich um 0,1% bzw. um 0,5%, wobei die Preise der privaten Dienstleistungen mit 0,4% und 0,5% etwas stärker stiegen als im zweiten Quartal. Die Warenpreise sanken dagegen vor allem aufgrund der rückläufigen Erdölpreise. Die Teuerung bei den inländischen Gütern betrug 0,2% bzw. 0,5%, die Preise der ausländischen Güter gingen um 0,3% bzw. 0,8% zurück.

5.2 Preise des Gesamtangebots

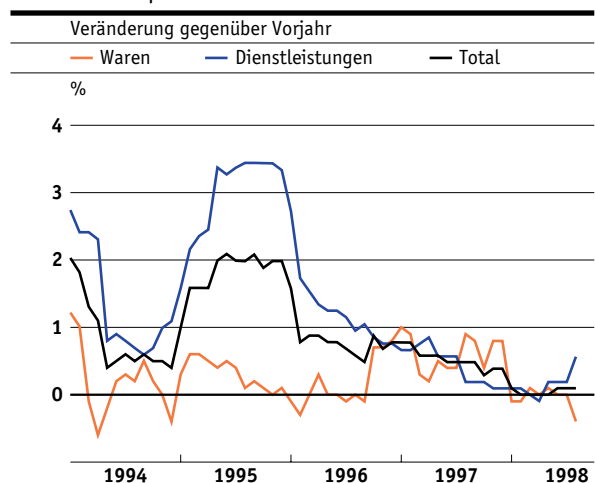
Rückläufige Preise des Gesamtangebots

Der Rückgang der Preise des Gesamtangebots (Produzenten- und Importpreise) beschleunigte sich seit Anfang Jahr deutlich. Er betrug im zweiten Quartal 1,1%, nach 0,2% im ersten Quartal.

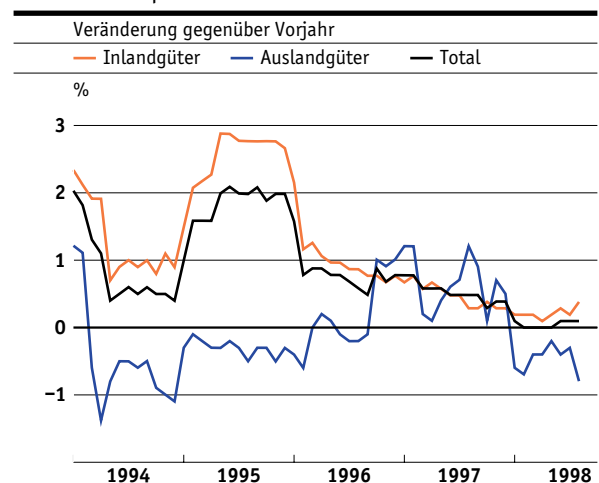
Sinkende Importpreise ...

Die Importgüter verbilligten sich im zweiten Quartal um 1,3%, nach einer Zunahme um 0,8% in den ersten drei Monaten von 1998. Den stärksten Preisrückgang wiesen die importierten Rohstoffe aus, deren Preise im Durchschnitt um fast 7% zurückgingen. Im Jahre 1997 waren die Rohstoffpreise noch

Konsumentenpreise Grafik 26



Konsumentenpreise Grafik 27



Grafiken 26 und 27: Quelle: BFS

mit zweistelligen Raten gestiegen. Die Rohstoffe haben allerdings nur ein Gewicht von rund 6% im Importpreisindex. Die Preise der Halbfabrikate, der Investitionsgüter und der Konsumgüter bildeten sich ebenfalls zurück. Im ersten Quartal waren insbesondere die Preise für Halbfabrikate noch deutlich gestiegen. Bei den Investitionsgütern fiel erneut der starke Preisrückgang für Computer ins Gewicht. Im Juli und August sanken die Importpreise um 1,9% bzw. 3,3% gegenüber dem Vorjahr.

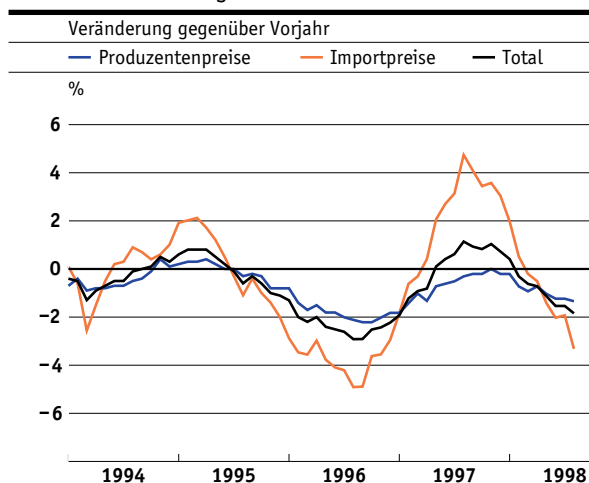
... und beschleunigter Rückgang der Produzentenpreise

Die Produzentenpreise bildeten sich seit Ende 1997 beschleunigt zurück. Die Rohstoffe verbilligten sich am stärksten, gefolgt von den Halbfabrikaten. Die Preise der Konsumgüter sanken ebenfalls, nachdem sie im ersten Quartal noch gestiegen waren. Dagegen verteuerten sich die Investitionsgüter erstmals seit zwei Jahren wieder leicht. Dieser Anstieg dürfte teilweise auf die starke Nachfrage nach Investitionsgütern im In- und Ausland zurückzuführen sein. Im Juli und August betrug der Rückgang der Produzentenpreise je 1,3%.

5.3 Teuerungsaussichten

Die Teuerungsaussichten sind nach wie vor günstig. Insbesondere bei den Waren ist kein Teuerungsdruck spürbar. Seit März verbilligten sich die auf dem inländischen Markt abgesetzten Waren schweizerischer Unternehmer jeweils sogar stärker als die exportierten Waren. Gemäss dem KOF-Industrietest vom zweiten Quartal erwarten die Unternehmer auch weiterhin sinkende Absatzpreise im Inland. Auf den Rohstoffmärkten bildeten sich die Preise beschleunigt zurück; eine Trendwende wird in den nächsten Monaten nicht erwartet. Die Preisentwicklung im Dienstleistungsbereich ist schwieriger zu beurteilen. Die Preise der öffentlichen Dienstleistungen stehen unter dem Einfluss der staatlichen Deregulierungsmassnahmen. Dies betrifft einerseits die Telekommunikation, andererseits den Gesundheitsbereich. Bei den privaten Dienstleistungen sind insbesondere die Mieten annähernd stabil. Vom Immobilienmarkt geht nach wie vor kein Teuerungsdruck aus. Bei den übrigen privaten Dienstleistungen, deren Anteil am Konsumentenpreisindex rund 20% beträgt, stiegen die Preise seit Mai etwas stärker.

Preise des Gesamtangebots Grafik 28



Grafik 28: Quelle: BFS

Das Repo – ein neues geldpolitisches Instrument

von Philippe Cottier, Ressort Devisenhandel,
Schweizerische Nationalbank.

Aus dem Französischen übersetzt von Katrin Alig.
Der Autor dankt Frau Alig auch für Diskussionen
und Kommentare zu einer früheren Version
dieses Aufsatzes.

Seit dem 20. April 1998 schliesst die Schweizerische Nationalbank Repo-Geschäfte¹ ab. Dabei versorgt sie ihre Gegenparteien während einer fixierten Laufzeit mit Liquidität und pensioniert im Gegenwert Titel bei sich. Im Gegensatz zum Ausland, wo sich die Repo-Märkte z.T. bereits seit längerem etabliert haben, stellt das Repo auf dem Schweizer Geldmarkt eine Novität dar. Die Schweiz ist daran, ihren Rückstand aufzuholen und eine weltweit einzigartige Infrastruktur für den Handel, die Abwicklung und die Verwaltung von Repos aufzubauen. Die Nationalbank spielt bei dieser Entwicklung eine wichtige Rolle.

Im vorliegenden Artikel werden zuerst die Merkmale des Repo-Geschäftes beschrieben, bevor die Umstände aufgezeigt werden, welche zur Entstehung des Schweizer Repo-Marktes geführt haben. Nach diesem allgemeinen Teil wird auf die Gründe eingegangen, weshalb die SNB die Repo-Geschäfte in ihr geldpolitisches Instrumentarium aufgenommen hat und dargelegt, wie Repo-Geschäfte mit der SNB abgeschlossen werden, welche Titel sie akzeptiert und wie sich der Bestand ihrer Repos entwickelt hat. Anschliessend werden der elektronische Repo-Handel vorgestellt und die Dienstleistungen der SEGA beschrieben, welche die automatische Titelauswahl, die Zug-um-Zug-Abwicklung und das Risikomanagement während der Repo-Laufzeit umfassen.² Das letzte Kapitel befasst sich mit den juristischen Aspekten und geht auf die gesetzlichen Anpassungen ein, welche zum Aufbau eines Schweizer Repo-Marktes nötig waren.

1. Merkmale des Repo-Geschäftes

Bei einem Repo werden Titel verkauft mit der gleichzeitigen Verpflichtung eines Rückkaufs zu einem späteren Zeitpunkt. Der Rückkaufpreis errechnet sich aus dem Kaufpreis und dem Zinssatz. Das Repo ist grundsätzlich mit einem gedeckten Kredit vergleichbar, weist aber zwei zusätzliche Charakteristika auf. Erstens ist für den Fall, dass während der Laufzeit die Kursschwankungen auf der Titelseite zu einer Über- oder Unterdeckung des Kredits führen, ein Margenausgleich vorgesehen, bei welchem die Differenz durch eine entsprechende Lieferung von Titeln oder Geld ausgeglichen wird. Zweitens werden eventuelle Zins- oder Dividendenzahlungen an den ursprünglichen Eigentümer der Titel transferiert, da dieser wirtschaftlich Begünstigter bleibt.

Beim Repo werden zwei Formen unterschieden: Das *General Collateral (GC)* und das *Special*. Beim *GC*

handelt es sich um ein Geldmarktgeschäft, bei welchem eine Partei einen Refinanzierungsbedarf hat und die Gegenpartei einen Mittelüberschuss plazieren möchte. Weil dabei die Geldseite im Vordergrund steht, muss beim Abschluss nicht spezifiziert werden, welche Titel geliefert werden. Der Geldnehmer hat das Recht, diese beliebig aus einem im voraus bestimmten Korb zu wählen. Im Gegensatz dazu handelt es sich bei einem *Special* um ein Kapitalmarktgeschäft, und der Handel eines bestimmten Wertpapiers stellt die Motivation zum Geschäftsabschluss dar. Es wird deshalb bereits beim Abschluss fixiert, welcher Titel übergeben werden soll. Der Repo-Preis entspricht dabei dem Zinssatz für ein GC mit der gleichen Laufzeit, abzüglich der speziellen Leihgebühr für den Titel. Derjenige, der den Titel ausleiht, kann durch den Abschluss eines *Specials* einen zusätzlichen Ertrag erzielen. Die Gegenpartei borgt den Titel aus, um dadurch z.B. einer Lieferverpflichtung nachkommen zu können, ohne den Titel sofort kaufen zu müssen. Auf dem Schweizer Repo-Markt werden beide Typen gehandelt. Die SNB benutzt zur Umsetzung ihrer Geldpolitik allerdings nur den GC-Repo.

Das Repo ist aus mehreren Gründen ein attraktives Finanzinstrument. Zunächst bietet es durch die Deckung der Geld- und Titelseite eine höhere Sicherheit. Dadurch stellt es im Vergleich zum herkömmlichen, ungedeckten Depot-Geschäft eine günstigere Refinanzierungsquelle dar. Die Deckung erlaubt zudem, Repo-Geschäfte auch mit jenen Instituten abzuschliessen, welchen bisher aus Bonitätsgründen keine Depot-Limite zugesprochen worden war. Weiter binden Repos gemäss dem schweizerischen Bankengesetz deutlich weniger Eigenmittel als Blankokredite. Verpflichtungen aus Interbank-Repos werden auch in den Liquiditätsvorschriften bevorzugt behandelt.

1 Abkürzung für *repurchase agreement* (Rückkaufsvereinbarung).

2 Weitere Einzelheiten können dem Leitfaden von Dr. R. Wechsler «Das Repo-Geschäft. Eine Innovation am Schweizer Finanzmarkt» entnommen werden. Hrsg. SBVg, SNB, SEGA, Intersettle, SWX, Mai 1998.

2. Entstehung des Schweizer Repo-Marktes

Die Tatsache, dass der Repo-Handel in der Schweiz trotz diesen Vorzügen erst in diesem Frühjahr aufgenommen wurde, hat unter anderem einen steuerlichen Grund. Repos unterlagen bis Anfang 1997 der Stempelsteuer, weil sie als Käufe/Verkäufe von Titeln betrachtet wurden. Diese Abgabepflicht wirkte prohibitiv. Neben der Änderung der steuerlichen Praxis wurde der Aufbau eines Repo-Marktes in der Schweiz zusätzlich durch das Interesse der SNB am Repo stimuliert, welche mit der Revision des Nationalbankgesetzes 1997 ausdrücklich befugt wurde, Repos abzuschliessen.

Weil das Geschäft mit sehr komplexen Operationen verbunden ist, bedurfte es zur erfolgreichen Verbreitung des Repo-Handels einer gewissen Automatisierung der Abläufe. Die SEGA, die Depotstelle und Wertschriftenclearing-Organisation der Schweizer Banken, erkannte die sich öffnende Marktlücke. Vor dem Hintergrund, dass die Aufnahme des Repo in das geldpolitische Instrumentarium der SNB einen Mindestumsatz garantierte, schuf sie auf der Basis ihrer bestehenden, hochentwickelten Infrastruktur ein Repo-Abwicklungssystem. Dieses ist hinsichtlich des Automatisierungsgrades weltweit führend. Sämtliche nach dem Geschäftsabschluss anfallenden Abläufe werden völlig automatisiert. Ab 1999 wird auch der Abschluss elektronisch erfolgen können.

Die SNB arbeitete bei der Realisierung und Förderung des Projektes eng mit der SEGA zusammen und schloss seit der Lancierung des Handels im April 1998 Repo-Geschäfte ab. In den ersten Monaten bestand der Repo-Handel fast ausschliesslich aus Operationen zwischen der SNB und den Geschäftsbanken. Die Nationalbank betrachtet aber das Repo nicht nur als geldpolitisches Instrument, sondern ist auch daran interessiert, dass es im Geldmarkthandel die ungesicherten Depot-Geschäfte ablöst. Aus diesem Grund wurde das Repo-System der SEGA in erster Linie den Bedürfnissen des Interbankenhandels angepasst. Die SNB wickelt ihre Repo-Geschäfte über die SEGA ab, damit ihre Partner die Titel nicht dauernd bei ihr deponieren müssen und dadurch dem Interbankenmarkt nicht unnötig repofähige Papiere entzogen werden.

3 Bei einem Devisenswap kauft die SNB Devisen (früher US-Dollar, heute eher D-Mark) mit der gleichzeitigen Vereinbarung, diese zu einem fixierten Termin und Kurs wieder zurückzukaufen. In der Regel wird der Kauf *spot* (zwei Arbeitstage nach dem Geschäftsabschluss) mit einer Laufzeit von einem bis drei Monaten abgeschlossen. Während der Swaplaufzeit erhöht sich die Notenbankgeldmenge, weil die

SNB den Franken-Betrag den Girokonti der Banken gutschreibt. Der Devisenbetrag wird auf einem Konto der SNB bei einer Korrespondenzbank (D-Mark bei der Bundesbank, US-Dollar beim Fed) gutgeschrieben. Nach Ablauf des Geschäfts werden die Girokonti wieder belastet und die Devisen via Korrespondenzbank den Gegenparteien gutgeschrieben.

4 GMBF sind Geldmarktbuchforderungen des Bundes oder einiger Kantone mit einer Laufzeit von 3 bis 12 Monaten, welche auf Diskontbasis ausgegeben werden. Bis Ende April 1998 schloss die

3. Motivation der SNB

Die SNB hat das Repo in ihr Instrumentarium aufgenommen, um ihren Spielraum bei der Implementierung der Geldpolitik zu erhöhen. Der geldpolitische Kurs wurde dadurch nicht verändert.

Das Repo weist gegenüber den bisherigen Instrumenten der SNB klare Vorteile auf. Die Devisenswaps³ sind mit einem Erfüllungsrisiko verbunden, da der Gegenwert in Schweizerfranken den Girokonti der Gegenparteien gutgeschrieben wird, bevor eine Bestätigung über den Erhalt des entsprechenden Fremdwährungsbetrages bei der Korrespondenzbank eingegangen ist. Beim USD-Swap erhöht sich dieses Risiko durch die Zeitverschiebung zusätzlich. Während der Swaplaufzeit öffnet sich ein weiteres Risikofenster in Form des Marktrisikos, weil bei einem Ausfall des Swappartners und einem gleichzeitigen Rückgang des Devisenkurses der übernommene Fremdwährungsbetrag mit einem Kursverlust verkauft werden muss. Ein weiterer Nachteil von Devisenswaps besteht in der Begrenzung des Kreises der Geschäftspartner der SNB auf jene Banken, welche über Devisenbestände verfügen. Bei der Liquiditätsplanung müssen zudem Feiertage im Land der betroffenen Währung berücksichtigt werden. Die GMBF-Swaps⁴ waren sowohl bezüglich des Liquiditätspotentials als auch der möglichen Gegenparteien der SNB beschränkt. Sie wurden deshalb kurz nach der Einführung des Repo aus dem Instrumentarium gestrichen. Mit den Weiterplazierungen von Bundesgeldern⁵ schliesslich kann die SNB keine zusätzliche Liquidität

SNB GMBF-Swaps ab, bei welchen sie die Titel per Kassa kaufte und auf Termin verkaufte. Im Gegensatz zu einem Repo gab es keinen Margenausgleich, und die GMBF befanden sich nicht im SEGA-Depot der Geschäftsbanken, sondern im Unterregister bei der SNB. Die Banken können ihre GMBF-Bestände seit dem Wegfall der GMBF-Swaps zur Refinanzierung über das Repo-Geschäft nutzen.

5 Die SNB darf die Gelder, die der Bund bei ihr angelegt hat, bei den Banken weiterplazieren und so einen vorausgegangenen Liquiditätsabfluss von den Girokonti der Banken zum Bundeskonto kompensieren (das Bundeskonto ist nicht Bestandteil der Notenbankgeldmenge). Die Laufzeiten dieser ungesicherten Depot-Geschäfte liegen zwischen einem Tag und zwei Jahren. Weil das Gegenparteiennisiko beim Bund liegt, legt dieser fest, innerhalb welcher Limiten mit welchen Banken solche Geschäfte abgeschlossen werden dürfen.

schaffen, sondern nur einen vorausgegangenen Liquiditätsabfluss kompensieren. Zudem ist der Spielraum durch die vom Bund gesetzten Limiten stark eingegrenzt. Im Gegensatz dazu bietet sich mit dem Repo ein Instrument, welches nicht nur praktisch risikofrei ist und über ein erhöhtes Liquiditätspotential verfügt, sondern auch einem breiteren Kreis von Geschäftsbanken zugänglich ist.

Die Vergrößerung des Kreises der Geschäftspartner war ein wichtiges Anliegen der SNB bei der Einführung dieser neuen Geschäftsart. Um auch den kleineren und mittleren Banken den direkten Zugang zur SNB zu eröffnen, wurde die minimale Repo-Kontraktgrösse mit 1 Mio. Franken sehr tief angesetzt.

4. Geschäftsabschlüsse mit der SNB

Die SNB bietet ihre Geschäfte morgens in einem Auktionsverfahren oder im Laufe des Tages auf bilateraler Basis an. Bei der morgendlichen Auktion erkundigen sich die interessierten Banken pünktlich um 9.00 Uhr im Ressort Devisenhandel nach den angebotenen Geschäften und deren Konditionen:

- Devisenswaps: Währung, Laufzeit und Preis⁶
- Weiterplazierungen von Bundesanlagen: Laufzeit und Preis
- Repos: Laufzeit und Preis⁷

Die Auktionen werden in Form eines Mengentenders durchgeführt, d. h. der Preis ist fix, und die interessierten Banken bieten einen Betrag an. Auktionsrhythmus und Art der angebotenen Geschäfte sind flexibel, d. h. sie richten sich nach den Bedürfnissen der SNB. Es besteht deshalb keine Verpflichtung, täglich solche Operationen durchzuführen. Häufig wird auch nur ein Instrument – seit April meistens das Repo – verwendet. Es ist jedoch üblich, gleichzeitig verschiedene Laufzeiten anzubieten, wie z. B. ein Repo über zwei Tage (*overnight* und *tom/next*) und ein Repo über eine Woche.⁸ Die Laufzeiten richten sich nach den geldpolitischen Bedürfnissen und liegen in der Regel zwischen einem Tag und mehreren Monaten.

Nachdem die Banken über die Geschäftskonditionen informiert worden sind, können sie entweder ablehnen oder ein Angebot über einen Schweizer-

frankenbetrag (beim Repo und bei den Weiterplazierungen) oder über einen Fremdwährungsbetrag (beim Devisenswap) einreichen. Je nachdem, ob diese Angebote über oder unter dem Plansoll der SNB liegen, werden die Beträge gekürzt oder voll zugeteilt. Damit sind die wesentlichen Elemente des Geschäftes abgeschlossen. Beim Repo und bei den Devisenswaps müssen die Details zu einem späteren Zeitpunkt noch telefonisch festgelegt werden.⁹ Ab Oktober 1998 werden bei einem GC die Einzelheiten automatisch durch das Repo-System der SEGA fixiert. Die Geschäfte werden in Tranchen von max. 100 Mio. Franken unterteilt, um im Interesse einer effizienten Abwicklung Blockierungen zu verhindern. Während die Devisenswaps und die Weiterplazierungen gleichentags noch einer schriftlichen Bestätigung bedürfen, entfällt diese bei den Repos, weil die SEGA die Geschäftsaufträge automatisch auf Übereinstimmung überprüft (sog. *Matching*).

Beim derzeit geltenden Auktionsverfahren müssen alle interessierten Banken gleichzeitig bei der SNB anrufen. Mit der steigenden Zahl der Geschäftspartner wird dieses Vorgehen jedoch problematisch, weshalb sich eine Veröffentlichung der Konditionen auf den elektronischen Medien via Reuters oder Teletext aufdrängen könnte. Nach der Gründung des Elektronischen Repo-Marktes (ERM) wird die Nationalbank wahrscheinlich über dieses Medium mit den Geschäftsbanken kommunizieren.

6 Der Preis eines Devisenswaps wird aus der Differenz zwischen Kassa- und Terminkurs gebildet und drückt die Zinsdifferenz zwischen zwei Ländern aus. Der Kassakurs entspricht dem Marktkurs im Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses. Beispiel: Ein Preis von -34 ergibt bei einem Kassakurs von 84.34 CHF – unabhängig von zwischenzeitlichen Kursbewegungen – einen Terminkurs von 84.00 CHF.

7 Z. B. «Wir bieten Liquidität über Repos an vom 14.–16. Juli 1998 zu 1,8% p. a.»

8 *Overnight* bedeutet, dass das Geschäft von heute bis zum nächsten Arbeitstag läuft. *Tom/next* entspricht einer Laufzeit vom nächsten (*tomorrow*) bis zum übernächsten (*next*) Arbeitstag. Ein Kontrakt über eine Woche beginnt ab dem übernächsten Arbeitstag (*spot*) und endet eine Kalenderwoche später.

9 Beim Devisenswap müssen zusätzlich Devisenkorrespondenten und Kassakurs vereinbart werden. Der Kassakurs ist wegen des normalerweise fehlenden Wechselkursrisikos eine rein rechnerische Grösse und dient zur Ermittlung des Terminkurses. Beim Repo müssen die gelieferten Titel (beim

GC) und deren Kaufpreis bestimmt werden. Dieser entspricht dem letztbezahlten Marktpreis oder dem Schlusskurs vom Vortag, zuzüglich den aufgelaufenen Marchzinsen. Die Bewertung der GMBF wird täglich von der SNB auf den Reuters-Seiten SNB13 und SNB14 veröffentlicht. Der Rückkaufpreis, welcher der Summe aus Kaufpreis und Repo-Zins entspricht, wird zwischen den Parteien abgestimmt.

Während des Tages kann die SNB auch Geschäfte auf bilateraler Basis abschliessen, sofern ein entsprechender Liquiditätsbedarf besteht. Dabei können sowohl Zins als auch Laufzeit von den Konditionen der morgendlichen Auktion abweichen. Weil keine Verpflichtung der SNB besteht,¹⁰ jederzeit über Repos Geld anzubieten, bleibt die Lombardkreditlimite weiterhin die einzige Finanzierungsquelle, welche die Geschäftsbanken in jedem Fall beanspruchen können. Allerdings liegt hier der Zinssatz 2% über dem aktuellen Tagesgeldsatz.¹¹ Ab Herbst 1998 wird das System der SEGA auch den Abschluss von Intraday-Repos unterstützen, bei welchen zur Finanzierung von Bedarfsspitzen die Mittel nur für einige Stunden zur Verfügung gestellt werden und vor dem Tagesende wieder zurückfliessen. Es ist denkbar, dass die SNB diese Fazilität ebenfalls in ihr Instrumentarium aufnehmen wird.

Prinzipiell richtet sich die SNB bei der Festlegung ihrer Preise nach der aktuellen Zinssituation, obwohl diese wiederum stark vom Verhalten der SNB abhängig ist. Im Zuge der Ausdehnung des GC-Handels dürften die Repo-Sätze den Charakter von Referenzsätzen erhalten. Die SNB beabsichtigt gegenwärtig nicht, dem Repo-Satz eine Leitzinsfunktion zu geben; dazu müssten die Repo-Geschäfte immer mit der gleichen Laufzeit abgeschlossen werden. Die Auktionsergebnisse werden nicht veröffentlicht.

10 Leo Schürmann, Nationalbankgesetz und Ausführungserlasse, Kommentar und Textausgabe, Hrsg. Stämpfli, Bern 1980, §6 des Kommentars zu Art. 14.
11 Nationalbankgesetz Art. 14 Ziff. 4. Der Lombardsatz variiert täglich und wird auf den Seiten SNB01 (Reuters) und 8629 (Tele-rate) veröffentlicht. Er wird aus dem Durchschnitt der Tagesgeldsätze der beiden vorangegangenen Tagen errechnet und auf 1/8 Prozent gerundet.

12 Nationalbankgesetz Art. 14: «Die Nationalbank ist befugt, folgende Geschäfte zu betreiben:
1. ...
2. An- und Verkauf sowie Pensionierung von Schatzanweisungen und Schuldverschreibungen des Bundes sowie von eidgenössischen Schuldbuchforderungen, von Schuldverschreibungen der Kantone und der Kantonalbanken im Sinne des Bankengesetzes, von Pfandbriefen der schweizerischen Pfandbriefzentralen, von leicht realisierbaren Schuldverschreibungen anderer schweizerischer Banken und von Gemeinden;

5. Der SNB-Korb

Um sich über ein Repo-Geschäft bei der SNB refinanzieren zu können, müssen ihr die Geschäftsbanken Titel verkaufen. Die SNB kann aber nicht alle Titel akzeptieren, da sie gesetzlichen Vorschriften unterworfen ist.¹² Aus diesem Grund hat sie einen Korb mit Effekten definiert, welche im Repo-Handel mit der SNB als GC geliefert werden können und aufgrund ihrer ISIN¹³ identifizierbar sind. Die SNB führt eine entsprechende Liste und teilt jede Änderung des Korbes unverzüglich der SEGA mit.

Momentan ist der SNB-Korb nach folgenden Kriterien definiert:

1. Die Titel müssen auf Schweizerfranken lauten und Liberierung, Zins- und Rückzahlung müssen in Schweizerfranken erfolgen.

2. Die Titel müssen an einer anerkannten Börse oder an einem repräsentativen Markt gehandelt werden¹⁴ und durch die SEGA oder INTERSETTLE lieferbar sein.

3. Zugelassen werden nur Titel aus Emissionen, deren Betrag mindestens 100 Mio. Schweizerfranken erreicht. Diese Regelung wurde aus Liquiditätsüberlegungen aufgenommen, weil bei Emissionen mit geringerem Volumen eine adäquate Marktbewertung erschwert ist.

4. Die SNB akzeptiert folgende Titelarten:

- Anleihen mit festem Zinssatz («straight»)
- Anleihen mit variablem Zinssatz
- Optionsanleihen ex Option
- Geldmarktbuchforderungen

Nachrangige Anleihen und Wandelanleihen sind nicht zugelassen. Eigene Schuldverschreibungen der SNB gemäss Art. 14 Ziff. 2^{bis} des Nationalbankgesetzes werden nicht erwähnt, weil sie seit Anfang der achtziger Jahre nie mehr emittiert wurden.

2^{bis}. Ausgabe und Rückkauf sowie Pensionierung von eigenen, verzinslichen Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von höchstens zwei Jahren, soweit dies zum Zwecke der Offenmarktpolitik nötig ist;

3. An- und Verkauf (per Kasse oder Termin) sowie Pensionierung von Wechseln und Checks auf das Ausland mit mindestens zwei Unterschriften, die unabhängig voneinander Zahlungsfähigkeit gewährleisten, und mit einer Verfallzeit von höchstens sechs Monaten,

von leicht realisierbaren Schuldverschreibungen ausländischer Staaten, internationaler Organisationen oder ausländischer Banken, von anderen Guthaben auf das Ausland mit einer Verfallzeit von höchstens zwölf Monaten, von Derivaten (Optionen, Futures, Forward Rate Agreements), soweit sie dazu bestimmt sind, Marktrisiken auf den Schuldverschreibungen und Guthaben auf das Ausland zu steuern;»

13 International Security Identification Number.

14 Bankenverordnung Art. 12g.

5. Die SNB akzeptiert folgende Schuldnerkategorien:¹⁵

- Bund
- Kantone
- Andere Schuldner mit ausdrücklicher Garantie des Bundes oder eines Kantons
- Schweizer Gemeinden und deren Emissionszentralen
- Schweizerische Pfandbriefzentralen
- Ausländische Staaten (Zentralverwaltungen) mit einem Mindest-Rating
- Andere Schuldner mit ausdrücklicher Garantie eines ausländischen Staates und einem Mindest-Rating
- Internationale Organisationen mit einem Mindest-Rating
- Ausländische Banken mit einem Mindest-Rating.

Die SNB akzeptiert keine Titel von inländischen Banken, weil sie dem Schweizer Bankensystem keine Kredite gewähren will, welche ihrerseits durch Effekten des selben Bankensystems gedeckt sind. Für alle ausländischen Schuldner entspricht das Mindest-Rating A (*Standard & Poors*) oder A2 (*Moody's*). Titel mit einem Mindest-Rating, bei denen eine Zurückstufung geprüft wird, sind nicht zugelassen. Der Geldnehmer darf weder eigene Titel noch solche der gleichen wirtschaftlichen Einheit liefern. Ab einer Beteiligung von 20% gilt eine Firma als Teil der wirtschaftlichen Einheit. Beteiligungen an Pfandbriefanstalten sind von dieser Regelung ausgenommen.

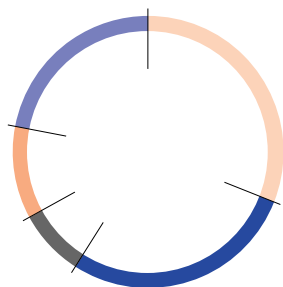
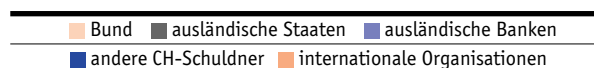
Grafik 1 zeigt den nach Schuldnerkategorien eingeteilten SNB-Korb, welcher Titel mit einem Gesamtvolumen von ca. 180 Mrd. Franken umfasst. Er wurde bewusst breit definiert, damit er auch im GC-Handel zwischen den Banken angewendet werden kann, und die Liquidität nicht auf mehrere, sich konkurrierende Körbe aufgeteilt wird. Der Grossteil der repofähigen Titel befindet sich in den Kundendepots. Weil beim Repo auch geborgte Effekten eingesetzt werden dürfen, können die Titel aus den Kundenbeständen über das *Securities-Lending* für das Repo-Geschäft nutzbar gemacht werden.

Die bisherige Erfahrung hat gezeigt, dass die Banken in erster Linie Titel des Bundes liefern (GMBF und Obligationen). Dies ist wahrscheinlich darauf zurückzuführen, dass sie davon grössere Blöcke besitzen. Da zur Zeit für jeden Valor noch ein separates Repo-Geschäfte abgeschlossen werden muss, steigt der Aufwand mit der Anzahl der gelieferten Titelkategorien. Ab Herbst 1998 dürften vermehrt auch kleinere Blöcke verwendet werden, weil dann die Auswahl der gelieferten Effekten automatisch über den *GCselect* erfolgen wird.

Sobald das Repo-System der SEGA auch Titel in Fremdwährungen administrieren kann, wird die SNB ihren Korb voraussichtlich entsprechend erweitern, sofern das Prinzip «Lieferung gegen Zahlung» beachtet werden kann. Dadurch könnten sich auch ausländische Gegenparteien, welche oft keine Titel in Schweizerfranken halten, am Repo-Markt beteiligen.

Der SNB-Korb

Grafik 1



¹⁵ Nationalbankgesetz Art. 14 Ziff. 2 (Schweizer Schuldner) und Ziff. 3 (ausländische Schuldner).

6. Das Repo-Volumen der SNB

Die Forderungen der SNB aus ausstehenden Repo-Geschäften sind bereits in den ersten Wochen schnell angestiegen und schwanken seit Juli 1998 zwischen 8 und 12 Mrd. Franken (siehe Grafik 2).

Bisher nutzte die SNB die Repo-Geschäfte nur zur Liquiditätsschaffung. Es ist aber auch möglich, über Repos Liquidität abzuschöpfen. Das Bedürfnis zur Geldschöpfung ergibt sich aus dem temporären Charakter der Finanzierung der Notenbankgeldmenge. Die den Banken mittels Repos, Devisenswaps und Weiterplazierungen zur Verfügung gestellte Liquidität muss bei Fälligkeit wieder zurückbezahlt werden. Um ein Austrocknen des Marktes zu verhindern, wird der Liquiditätsabfluss durch den Abschluss neuer Geschäfte kompensiert. Daneben generiert aber auch jede Erhöhung der Gironachfrage der Banken, des Notenumlaufs und des Bundeskontos einen Liquiditätsbedarf.

Das Repo ist bereits in den ersten Monaten nach der Eröffnung des Repo-Marktes zum Hauptinstrument der SNB geworden (siehe Grafik 3).

7. Elektronischer Handel

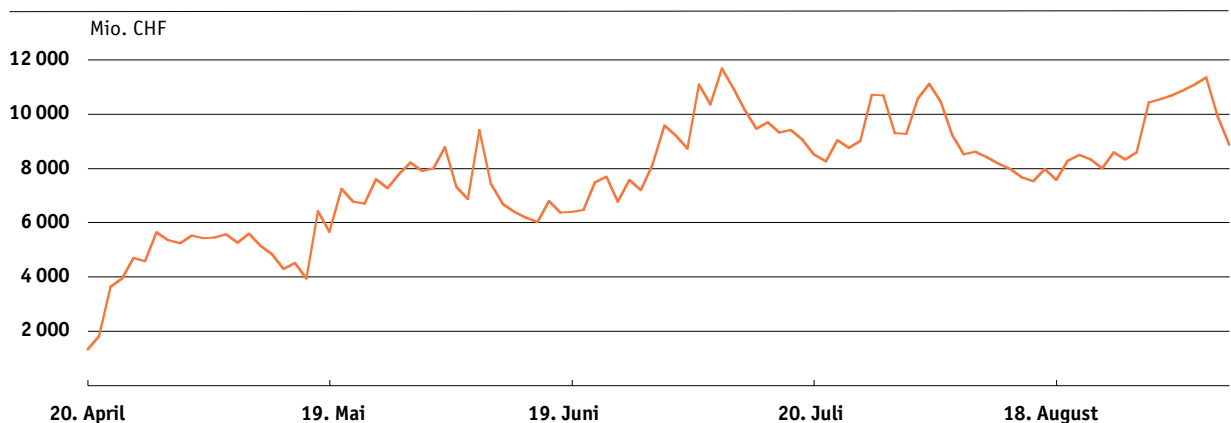
Gegenwärtig wird der Repo-Handel in der Schweiz telefonisch abgeschlossen. Ab 1999 stellt die Schweizer Börse (SWX) eine Plattform für den elektronischen Repo-Handel zur Verfügung. Um den Zugang nicht auf die Mitglieder der Schweizer Börse zu beschränken und Markteintrittskosten zu umgehen, wird der elektronische Repo-Markt (ERM) vom Börsenhandel unabhängig sein. Die Dienstleistungen der SWX werden auch internationalen Teilnehmern zugänglich sein. Es könnten dann auch Fremdwährungen gehandelt werden, und das ERM wird auch jenen Instituten zur Verfügung stehen, die nicht Mitglied der SEGA oder INTERSETTLE sind. Die Einführung des elektronischen Repo-Handels wird in zwei Phasen stattfinden.

a) Off market

Zuerst wird ein *off-market*-System errichtet. Die Bank, welche ein Repo abschliessen möchte, gibt ihre Absichten einem, mehreren oder sämtlichen angeschlossenen Teilnehmern über eine unverbindliche Anzeige (*statement of interest*) bekannt. Die interessierten Institute reichen dem Absender ihre Offerte ein, welche dieser ganz oder teilweise akzeptieren, ablehnen oder ignorieren kann. Es besteht auch die Möglichkeit, eine Gegenofferte einzureichen. Die Offerten besitzen eine zeitlich begrenzte Gültigkeit. Wird ein Angebot akzeptiert, geht der Auftrag automatisch an die SEGA weiter (soweit beide Partner durch die SEGA abwickeln) und muss nicht nochmals erfasst werden. Die SNB wird ihre Auktionen auch über die elektronische Plattform abschliessen, sofern sich das System dafür eignet.

Repo-Bestand

Grafik 2



b) On market

In einer zweiten Phase treffen im *on-market*-System Angebote und Nachfrage für Standardkontrakte automatisch aufeinander. Die Teilnehmer geben ihre Offerten in das System ein. Dieses überprüft, ob ein entsprechendes Angebot innerhalb der eingereichten Preislimite vorliegt und schliesst das Geschäft automatisch zum bestmöglichen Preis ab. Stehen mehrere identische Angebote zur Verfügung, wird jenes berücksichtigt, welches zuerst eingegeben wurde. Ein Geschäft kann auch nur über einen Teilbetrag abgeschlossen werden, sofern dies nicht im vornherein vom Anbieter ausgeklammert wurde. Obwohl erst beim Abschluss der Absender des Angebotes bekannt wird, sind im Interesse der Markttransparenz die angebotenen Mengen pro Preis ersichtlich. Im weiteren wird die elektronische Handelsplattform durch ein Limitensystem ergänzt. Dadurch lässt sich der Kreis der Geschäftspartner und das Volumen pro Gegenpartei begrenzen.

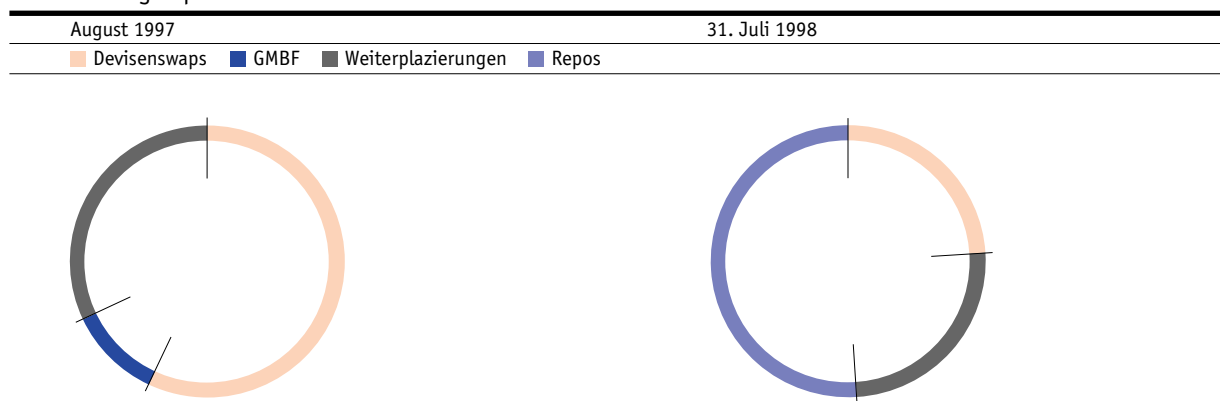
8. Lieferung von Geld und Titeln

Die SNB wickelt ihre Repo-Geschäfte über das SECOM-System¹⁶ der SEGA ab. Dank der Schnittstelle zum Zahlungsverkehrssystem SIC¹⁷ können Lieferung und Zahlung zeitgleich – also Zug-um-Zug – ausgeführt werden. Der Frankenbetrag wird dem SIC-Konto des Geldnehmers gutgeschrieben, und die verkauften Titel werden auf dem Depot des Geldgebers bei der SEGA eingebucht. Die damit verbundene Ausschaltung des Erfüllungsrisikos war eine Voraussetzung dafür, dass die SNB den Repo-Handel überhaupt aufnahm. Diejenigen Repo-Geschäfte, welche an einem vorangegangenen Tag abgeschlossen worden waren, werden am Valutatag ab 8.00 Uhr morgens abgewickelt. Dadurch wird verhindert, dass die während der Nacht eingegebenen Zahlungen nicht durch die prioritätsmässig übergeordneten und betragsmässig umfangreichen Repo-Zahlungen blockiert werden. Die Repos, bei welchen die Kassatransaktion gleichentags stattfindet, können ausgeführt werden, sobald das SECOM-System die Aufträge der Geschäftspartner abgeglichen (*gematched*) hat.

Nach dem 26. Oktober 1998 wird es dank einem automatischen Titel-Selektionsprogramm (*GCselect*) nicht mehr nötig sein, beim Abschluss eines GC die gelieferten Titel zu spezifizieren. Die Banken bezeichnen in ihrem SEGA-Depot, welche Valoren sie für Repo-Geschäfte verwenden möchten. Sie werden also nicht das gesamte Depot zur Verfügung stellen, sondern nur diejenigen Titel, welche sie kurzfristig nicht benötigen. Es ist auch möglich, nur einen Teil einer Position für Repos freizugeben (z. B. wenn eine Bank über 100 Mio. Eidgenossen 6,25 % 2003 verfügt, kann sie nur 70 Mio. markieren). Die Markierung ist zeitlich

Gewicht der geldpolitischen Instrumente

Grafik 3



16 SECOM = SEGA COMMunication System.

17 SIC = Swiss Interbank Clearing. Entgegen dem Namen handelt es sich nicht um ein Clearing, sondern um ein Echtzeit-Bruttzahlungssystem. Eine Zahlung wird erst dann ausgelöst, wenn eine ausreichende Deckung vor-

handen ist. Sie hat dann aber definitiven Charakter. Zur Abwicklung der Frankenzahlungen greift das System auf die Girokonti der Banken bei der SNB zurück.

begrenzt; sie erlischt in jedem Fall beim Verfall der Titel. Daneben haben die Banken auch die Möglichkeit, selber eine befristete Markierung zu setzen. Nach dem Geschäftsabschluss geben die Partner ihre Instruktionen in das SECOM ein, welches den *GCselect* in Gang setzt.

Die Auswahl der Titel erfolgt in mehreren Schritten. Zuerst werden sämtliche markierten Titel zusammengefasst, die dem vereinbarten Korb angehören und bei welchen während der Repo-Laufzeit keine verrechnungssteuerpflichtige Zins- oder Dividendenzahlung¹⁸ anfällt. Danach ordnet das System die Positionen nach der Laufzeit der Markierung und ihrem Volumen. Um eine Blockierung von lang laufenden Titeln in kurzfristigen Repos zu vermeiden, werden vorrangig Positionen mit der kürzesten Fristigkeit ausgewählt. In zweiter Linie wird auf das Volumen geachtet. Durch den Griff auf grosse Volumen soll die Anzahl der zu liefernden Titelpositionen minimiert werden.

Die Standardisierung von GC-Kontrakten ist ein weiterer Bestandteil der Dienstleistungen der SEGA. Vorgesehen sind folgende Kontrakttypen: *intraday*, *overnight*, *tom/next*, *spot/next*, 1 Woche, 2 Wochen sowie Fälligkeit an den IMM-Daten¹⁹ bis zu einem Jahr. Jeder Kontrakttyp erhält – unabhängig von den gelieferten Titeln – eine ISIN zugeteilt. Durch die Identifikation des Kontrakttypen über dessen ISIN und den *GCselect* ist der Abschluss eines Repo-Geschäfts im Vergleich zum Depot mit keinerlei Mehraufwand verbunden. Auch die SNB wird ihre Massnahmen zumindest teilweise in Form von standardisierten Kontrakten anbieten.

Der Geldgeber wird gesetzlicher Eigentümer der gelieferten Titel. Er kann frei darüber verfügen und diese als Geldnehmer auch für ein weiteres Repo-Geschäft verwenden oder verkaufen. Die SNB hingegen wird die entgegengenommenen Titel kaum weiterverwenden, weil sie durch den Abschluss eines Gegengeschäftes die Liquiditätswirkung ihrer Geschäfte wieder neutralisieren würde. Für den seltenen Fall, dass sie ein Repo zur Liquiditätsabschöpfung benutzen möchte, verfügt sie über einen ausreichenden Eigenbestand an Titeln. Die Möglichkeit zur Mehrfachnutzung der Titel führt zu einem Multiplikatoreffekt beim GC-Korb. Das SECOM erlaubt die Substitution von Titeln während der Laufzeit. Weil diese Option im Standardvertrag nicht vorgesehen ist, muss der Geldgeber dem Geldnehmer dieses Recht jedoch explizit zusprechen.

Jede Zinszahlung, Dividendenausschüttung oder sonstige *Corporate Actions*, welche während der

Laufzeit des Repo anfallen, gehen zugunsten des gesetzlichen Eigentümers. Weil beim Repo der ursprüngliche Besitzer der Titel wirtschaftlich begünstigt bleibt, müssen diese Erträge an ihn weitergeleitet werden. Ist der Geldgeber nicht mehr im Besitz der Papiere, muss er dem Titelgeber eine entsprechende Ersatzleistung erbringen. Weil der Ertrag Bestandteil des erzielten Verkaufserlöses war, entsteht ihm dadurch kein Verlust. Für die üblichen Verwaltungsoperationen gewährleistet das SECOM eine automatische Zahlung an den Berechtigten. Dadurch wird sichergestellt, dass die Erträge an die richtige Adresse gelangen, ohne dass beim Geldgeber ein zusätzlicher Aufwand anfällt.

Die Rückabwicklung des Repo am Verfalltag wird automatisch durch das SECOM nach 8.00 Uhr morgens ausgelöst, sofern entsprechende Titel und Liquidität vorhanden sind. Es bedarf keiner Instruktionen der Geschäftspartner.

9. Risikomanagement

Das Hauptrisiko beim Repo liegt darin, dass eine Gegenpartei ihrer Verpflichtung bei Verfall nicht mehr nachkommen kann und sich der Kurs der Titel in eine ungünstige Richtung bewegt hat. Dieses Risiko wird allerdings durch den Margenausgleich massgeblich eingeschränkt.

Beim Margenausgleich wird folgendermassen vorgegangen: In einem ersten Schritt werden die Forderungen und Verpflichtungen aus jedem einzelnen Geschäft bestimmt, indem die zum aktuellen Marktkurs bewerteten Titel (inklusive dem aufgelaufenen Zins) der Geldschuld (unter Berücksichtigung des aufgelaufenen Repo-Zinses) gegenübergestellt werden. Bei den GMBF, welche nicht an der Börse gehandelt werden, kommt der täglich festgesetzte Bewertungssatz der SNB zur Anwendung. Bereits geleistete Margenzahlungen in Form von Geld oder Titeln werden ebenfalls berücksichtigt. SECOM berechnet daraus für jeden Teilnehmer sein Netto-Risiko gegenüber jeder einzelnen Gegenpartei. Ein eventueller Margenausgleich wird also nicht aufgrund des Risikos eines einzelnen Geschäftes, sondern aufgrund sämtlicher Transaktionen zwischen zwei Parteien ausgelöst. Dazu legt jeder Teilnehmer einseitig für jede Gegenpartei ein maximal zulässiges Netto-Risiko fest. Die SNB hat Standard-Toleranzlimiten für ihre Geschäftspartner. Bei einer Überschreitung der Toleranzlimite wird ein Margenausgleich fällig, bei welchem die

18 Damit wird das Risiko eines doppelten Verrechnungssteuerabzuges umgangen. Siehe dazu S. 45.

19 Dritter Mittwoch jedes Monats. IMM = International Monetary Market.

schuldende Partei entweder Titel oder Geld in der Höhe des gesamten Netto-Risikos liefern muss.

Ab Oktober 1998 wird das SECOM den Margenausgleich automatisch nach folgenden Prioritäten durchführen:

1. Rücktransfer von bereits geleisteten Margenzahlungen in Form von Geld. Die Rückvergütung entspringt der Tatsache, dass die Margenzahlungen nicht verzinst werden.

2. Rücktransfer von bereits geleisteten Margenzahlungen in Form von Effekten. Diese wurden im Depot des Begünstigten blockiert, damit ein allfälliger Rücktransfer der Titel jederzeit möglich bleibt.

3. Übertragung von Titeln, welche im Depot mit einer entsprechenden Markierung für Margenlieferungen vorgesehen sind. Sind solche nicht vorhanden, greift das System auf die anderen für Repos markierten Effekten zurück.

4. Belastung des SIC-Kontos.

Eine andere Möglichkeit zur Risikobegrenzung läge in der Festsetzung einer Sicherheitsmarge (*haircut*). Dabei würden die Titel beispielsweise nur zu 95% ihres Marktpreises gekauft. Weil aber die Sicherheit des Geldgebers mit einem Risiko des Geldnehmers verbunden ist, ist beim Schweizer Standard-Repo diese Option nicht vorgesehen. Auch die SNB verlangt keinen *haircut*.

Falls eine Gegenpartei ihren Verpflichtungen nicht nachkommen kann, sieht der Repo-Vertrag die Liquidation des betreffenden Repo (oder in gravierenden Fällen auch sämtlicher Repo-Geschäfte zwischen den beiden Parteien) vor. Die Parteien behalten Geld bzw. Titel. Der Geldgeber wird auch wirtschaftlich Begünstigter der Effekten. Der Nettobetrag, welcher sich aus der Bewertung der offenen Geld- und Titelpositionen ergibt, wird am folgenden Tag zur Zahlung fällig. Es können auch Verzugszinsen verlangt werden.²⁰

10. Rechtliche Grundlagen

Ein Repo kann aus Sicht der Geschäftspartner, der Anbieter der Abwicklungsdienstleistungen, der Bankenaufsicht und der Steuerbehörde betrachtet werden. Es überrascht deshalb nicht, dass im Repo-Geschäft unterschiedliche Normen zur Anwendung gelangen. Die folgenden Ausführungen beschränken sich auf das Schweizer Recht.

20 Dieses Vorgehen entspricht weitgehend jenem des Global Master Repurchase Agreement (GMRA) der ISMA (International Securities Market Association).

a) Abschluss von Repo-Geschäften

Weil in der Schweizer Gesetzgebung keine Bestimmungen zum Repo-Geschäft existieren, unterliegt es grundsätzlich den Regelungen des Obligationenrechts über den Kauf. Die Teilnehmer des Repo-Marktes haben die Geschäftsdetails auf vertraglichem Wege im Schweizer Repo-Rahmenvertrag festgelegt. Es handelt sich dabei um einen Standardvertrag, d. h. seine Bestimmungen können nicht individuell ausgehandelt werden. Mit der einmaligen Unterzeichnung des Vertrages und dessen Deponierung bei der SEGA geht die Vertragspartei mit allen bereits bestehenden und noch beitretenden Vertragsparteien ein Vertragsverhältnis ein. Die SEGA informiert die Vertragsparteien schriftlich über Neuzugänge oder Austritte. Dieser auf dem Konzept der multilateralen Unterschrift basierende Standardvertrag verhindert die Verbreitung von Verträgen mit unterschiedlichem Inhalt. Der Schweizer Rahmenvertrag lehnt sich stark an den im Ausland häufig für internationale Repo-Geschäfte angewendeten *Global Master Repurchase Agreement* (GMRA) an. Mit der Internationalisierung des Schweizer Repo-Marktes ist auch der Gebrauch des GMRA möglich.

Der Rahmenvertrag wird durch Regeln und Usancen vervollständigt. Die eingegebenen Aufträge dürfen beispielsweise einen gewissen Maximalbetrag nicht überschreiten, um das Risiko von Systemblockierungen möglichst gering zu halten. Weiter kann jede Transaktion vom Rahmenvertrag abweichen, wenn dies die Geschäftsparteien ausdrücklich vereinbaren.

b) Repos der SNB

Die SNB ist bei der Umsetzung ihrer Geldpolitik auf jene Instrumente beschränkt, zu denen sie gesetzlich ermächtigt ist.²¹ Seit November 1997 befügt Art. 14 des NBG die SNB zur «Pensionierung» von Titeln, also zum Abschluss von Repo-Geschäften.²² Es wird darin sehr genau definiert, welche Werte die SNB bei einem Repo akzeptieren darf. Diese Einschränkungen reflektieren den Standpunkt aus den Anfängen der Nationalbank, als die SNB im Interesse der Vertrauensbildung nur extrem sichere und kurzfristige Aktiven halten durfte. Im Gegenzug wurde bei der Regelung der Durchführungsmodalitäten ein grosser Spielraum gelassen, was im Hinblick auf die zu erwartende Weiterentwicklung des Repo-Marktes von Vorteil ist. Die allgemeinen Geschäftsbedingungen der SNB gelten auch für den Abschluss von Repos.²³

21 Leo Schürmann, a. a. O., §3 des Kommentars zu Art. 14.

22 BBl 1997 II 993.

23 Momentan verweist Ziff. C.2.3 der Geschäftsbedingungen auf «besondere vertragliche Regelungen».

Zusätzlich ist die SNB bei der Durchführung ihrer Operationen an die Grundsätze des öffentlichen Rechtes gebunden,²⁴ wie z. B. das Willkürverbot oder das Gebot zur Gleichbehandlung. Obwohl ein gewisser Interpretationsspielraum besteht, verhindern diese Prinzipien, dass die SNB für das gleiche Geschäft im gleichen Moment unterschiedliche Sätze verlangt, ein Institut bevorzugt mit Liquidität versorgt oder Liquiditätspässe zur Gewinnmaximierung nutzt.

c) Anbieter von Dienstleistungen

Die Teilnehmer am Repo-Markt müssen mit der SEGA oder deren internationalen Tochtergesellschaft INTERSETTLE den Vertrag über die Abwicklung von Repo-Geschäften unterzeichnen. Es handelt sich ebenfalls um einen Standardvertrag. Gleichzeitig haben auch die allgemeinen Geschäftsbedingungen sowie der Dienstleistungsvertrag über Aufbewahrung und Clearing der Titel der SEGA oder der INTERSETTLE Gültigkeit. Am wichtigsten sind jedoch die technischen Spezifikationen der SEGA/INTERSETTLE, worin sämtliche Details über die zur Automatisierung des Repo-Marktes angebotenen Dienstleistungen zu finden sind und gewisse Rechte und Pflichten der Parteien geregelt werden. Die Spezifikationen werden regelmässig an die Entwicklungen des gesamten Repo-Projektes angepasst.

Die Teilnahme am elektronischen Handel setzt die Vertragsunterzeichnung mit der Schweizer Börse voraus.

d) Bankengesetzgebung

Die Bankengesetzgebung bezieht sich zwar nicht direkt auf die Geschäfte der SNB, ist aber dennoch von Bedeutung, weil sie für deren Geschäftspartner zur Anwendung kommt.

Die Auswirkungen von Repos auf die Eigenmittelanforderungen werden in Art. 12g der Bankenverordnung geregelt. Im Gegensatz zum ungesicherten Depot-Geschäft muss der Geldgeber nur jenen Teil seines Guthabens mit Eigenmitteln unterlegen, welcher nicht durch Titel gedeckt ist. Diese gegenüber Blankokrediten bevorzugte Behandlung setzt allerdings voraus, dass die Effekten an einer anerkannten Börse oder an einem organisierten Markt gehandelt werden, täglich eine Marktbewertung stattfindet und Margenausgleiche erfolgen.

Die Bestimmungen über das Klumpenrisiko in Art. 21i sehen vor, dass analog den Vorschriften über die Eigenmittelunterlegung nur eine eventuelle Differenz zwischen der Geld- und Titelseite berücksichtigt

werden muss, sofern die Bedingungen aus Art. 12g erfüllt sind.

Repos haben auch Auswirkungen auf das Liquiditätserfordernis.²⁵ Die Eidgenössische Bankenkommission hat mit der SNB am 28. Mai 1998 ein Schreiben veröffentlicht, welches sich auf die Geldseite der Repo-Geschäfte bezieht. Darin wird festgehalten, dass im Repo-Interbankenhandel nur der Totalbetrag aller Netto-Risiken mit Liquidität unterlegt werden muss, solange alle Voraussetzungen aus Art. 12g der Bankenverordnung erfüllt sind. Die Titelseite wiederum unterliegt den allgemeinen Liquiditätsbestimmungen, d. h. der Geldnehmer darf die in einem Repo-Geschäft verwendeten Effekten nicht den leicht verwertbaren Aktiven anrechnen, selbst wenn das Repo wie ein Darlehen verbucht wird und die Titel nach wie vor in der Bilanz erscheinen. Der Geldgeber hingegen kann die erhaltenen Effekten seinen leicht verwertbaren Aktiven anrechnen, sofern eine Verbuchungsart mit Bilanzierung der Titelseite gewählt wird.

Gemäss Ziffer III 1.3 der Richtlinien der EBK zu den Rechnungslegungsvorschriften²⁶ sind drei unterschiedliche Verbuchungsarten vorgesehen:

- Kassakauf/Verkauf mit gleichzeitigem Verkauf/Kauf auf Termin (Swap-Geschäft)
- Wertschriftendarleihe/-ausleihe mit Bardeckung
- Vorschuss gegen Deckung durch Wertschriften oder Bareinlage mit Verpfändung von eigenen Wertschriften.

Die SNB verbucht ihre Repos nach der dritten Methode. Sie figurieren im Ausweis unter den Positionen «Forderungen aus Repo-Geschäften in Schweizerfranken» bzw. «Verbindlichkeiten aus Repo-Geschäften in Schweizerfranken».

e) Steuern

Die Eidgenössische Steuerverwaltung hat per 1. Januar 1997²⁷ die Interpretation des Stempelsteuergesetzes in dem Sinne präzisiert, dass Repos grundsätzlich nicht unter die Stempelpflicht fallen, sofern folgende Voraussetzungen erfüllt sind:

- Der Geldnehmer bleibt wirtschaftlich begünstigt.
- Die Kursschwankungen werden durch Margenzahlungen aufgefangen.
- Es wird ein Repo-Zins vergütet.

In diesem Fall ist der Geldbetrag als Erfüllung eines Darlehensvertrages zu betrachten und nicht als Entgelt für die als Sicherheit zu übertragenden Titel.

24 BGE 109 Ib 155.

25 Art. 15 bis 20 Bankenverordnung.

26 Vom 14. Dezember 1994, mit Änderungen vom 14. November 1996 und vom 22. Oktober 1997.

27 Merkblatt S-02.140 (11.96).

Diese Präzisierung hat gemeinsam mit den Bestimmungen über die Eigenmittelunterlegung und der NBG-Revision die Schaffung eines Repo-Marktes in der Schweiz erst ermöglicht.

Wird während des Repo ein Ertrag auf die Effekten (Coupon- oder Dividendenzahlung) ausgeschüttet, auf welchem die schweizerische Verrechnungssteuer von 35% erhoben wird, entsteht das Risiko, dass neben dem Geldnehmer als wirtschaftlich Begünstigter auch der Geldgeber als gesetzlicher Eigentümer und Empfänger der Zahlung einen Rückforderungsanspruch stellt. Damit sich dieser nicht ungerechtfertigt bereichern kann, sieht der Rahmenvertrag²⁸ vor, dass der Geldgeber neben den 65% der Erträge, die er dem Geldnehmer schuldet, auch 35% der Steuerverwaltung abliefern muss. Dadurch erhält der Fiskus die Verrechnungssteuer ein zweites Mal. Ein ausländischer Geldgeber liefert die Verrechnungssteuer dem Geldnehmer ab, welcher diese der Steuerverwaltung weiterleitet. Durch die Verrechnungssteuerpflicht des Geldgebers wird dieser auch tatsächlich zu einer Rückforderung berechtigt. Sofern er die Titel nicht verkauft hat, kann er diesen Rückforderungsanspruch mit seiner Ablieferungsverpflichtung verrechnen.

Der Repo-Zins unterliegt ebenfalls der Verrechnungssteuer, sofern der Geldgeber keine Bank ist. Gewisse Dienstleistungen der SEGA sind Mehrwertsteuerpflichtig.

11. Zusammenfassung

Wir haben gesehen, dass die Repos von der Definition her sehr einfach, in ihrer Durchführung aber kompliziert sind. Ohne die Automatisierung der SEGA, welche eine schnelle, rationelle und zuverlässige Geschäftsabwicklung ermöglicht, wäre das Repo-Projekt kaum realisierbar gewesen. Die SNB schliesst seit der Lancierung des Repo-Marktes im April 1998 Repo-Geschäfte ab und hat diese bereits zum wichtigsten geldpolitischen Instrument gemacht. Sie ist überzeugt, dass ein effizienter Repo-Handel auch einen positiven Beitrag zur Stärkung des Schweizer Finanzplatzes leisten kann.

²⁸ Art. 13 Abs. 3; ab 26. Oktober 1998: 14 Abs. 3.

Aktivierung der Allgemeinen Kreditvereinbarungen zugunsten Russlands

Am 16. Juli 1998 stimmte die Schweizerische Nationalbank im Einvernehmen mit dem Eidgenössischen Finanzdepartement einer Aktivierung der Allgemeinen Kreditvereinbarungen (AKV) zugunsten Russlands zu. Sie räumte dadurch dem Internationalen Währungsfonds (IWF) im Rahmen der Zehnergruppe einen Kredit im Umfang von 378 Mio. Sonderziehungsrechten (SZR) ein. Dies entspricht ungefähr 750 Mio. Franken. Der gesamte Kredit der Zehnergruppe beläuft sich auf 6,3 Mrd. SZR (ca. 12,6 Mrd. Franken). Mit diesem Betrag wurden drei Viertel des Programmes des IWF zugunsten Russlands finanziert. Russland ist das erste Land ausserhalb der Zehnergruppe, das in den Genuss der AKV kam.

Die AKV erlauben es dem IWF, in Ausnahmesituationen und bei einer Mittelknappheit nach einem vereinbarten Schlüssel bei den Ländern der Zehnergruppe Kredite bis zu 17 Mrd. SZR aufzunehmen. Die Schweiz ist seit 1964 assoziiertes Teilnehmerland und seit 1984 Vollmitglied bei den AKV. Die Teilnahme der Schweizerischen Nationalbank an den AKV setzt alle fünf Jahre die Einwilligung der Eidgenössischen Räte voraus; diese haben im Juni 1998 der Verlängerung der Mitgliedschaft zugestimmt.

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>

