

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA 

Quartalsheft

Schweizerische Nationalbank

Quartalsheft

Juni

2/1999

17. Jahrgang

Inhalt

4	Übersicht
5	Sommaire
6	Sommario
7	Abstracts
8	Geldpolitische Schlussfolgerungen
10	Die Wirtschafts- und Währungslage
11	1 Internationale Rahmenbedingungen
11	1.1 Konjunktur
13	1.2 Monetäre Entwicklung
14	1.3 Konjunkturaussichten
15	2 Monetäre Entwicklung
15	2.1 Geldaggregate
17	2.2 Kredite und Kapitalmarkt
19	2.3 Zinsen
21	2.4 Wechselkurse
22	3 Gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Produktion
22	3.1 Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion
25	3.2 Aussenhandel und Ertragsbilanz
28	3.3 Investitionen
29	3.4 Konsum
30	4 Arbeitsmarkt
30	4.1 Beschäftigung
30	4.2 Arbeitslosigkeit
32	5 Preise
32	5.1 Konsumentenpreise
32	5.2 Preise des Gesamtangebots
33	5.3 Teuerungsaussichten
34	Eröffnungsansprache an der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank vom 23. April 1999 von Jakob Schönenberger
40	Referat an der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank vom 23. April 1999 von Hans Meyer
46	Die Auswirkungen der Volatilität des Wechselkurses auf den Schweizer Aussenhandel: Schätzungen mit einem multivariaten Ansatz von Andreas Fischer
54	Geld- und währungspolitische Chronik

Übersicht

Geldpolitische Schlussfolgerungen (S. 8)

Die Nationalbank beabsichtigt, die grosszügige Geldpolitik beizubehalten. Zwar verbesserten sich die konjunkturellen Erwartungen für die kommenden Monate in erfreulichem Masse. Es gilt aber abzuwarten, ob sich diese Erwartungen auch im erhofften Masse erfüllen. Die Teuerungsaussichten sind weiterhin günstig. Die Entwicklung der Geldaggregate, die nützliche Informationen über die mittelfristige Teuerungsentwicklung liefert, deutet darauf hin, dass die Konsumentenpreise auch in der weiteren Zukunft stabil bleiben sollten.

Wirtschafts- und Währungslage (S. 10)

Die Nationalbank setzte ihre grosszügige Geldpolitik in den ersten Monaten des Jahres 1999 fort und trug damit der konjunkturellen Abflachung Rechnung. Insgesamt waren die monetären Bedingungen etwas expansiver als Ende 1998; die kurzfristigen Zinssätze blieben tief und der reale exportgewichtete Wechselkurs bildete sich leicht zurück. Am 8. April beschloss die Nationalbank den Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt auf 0,5% zu senken, nachdem die Europäische Zentralbank den Leitzins herabgesetzt hatte. Mit der Zinssenkung vom April wollte die Nationalbank in erster Linie eine Höherbewertung des Frankens gegenüber dem Euro vermeiden, die schlecht in das konjunkturelle Umfeld gepasst hätte.

Das reale Bruttoinlandprodukt wuchs im ersten Quartal gegenüber dem Vorjahr nur um 0,7%. Von der Exportwirtschaft gingen keine Impulse aus und die Binnennachfrage büsste an Dynamik ein. Wichtige Indikatoren deuteten aber auf eine allmähliche Überwindung der Wachstumsflaute hin. Besonders deutlich war der Stimmungsumschwung in der Exportindustrie. Diesem liegt eine optimistischere Einschätzung der Weltwirtschaftslage zugrunde. In einigen Ländern Ostasiens stabilisierte sich die Wirtschaft. Zuversichtlich stimmt auch das anhaltend starke Wachstum in den USA und die wieder eingekehrte Ruhe an den internationalen Finanzmärkten.

Generalversammlung der Aktionäre (S. 34)

Der zurücktretende Präsident des Bankrates, Jakob Schönenberger, gab in seiner Eröffnungsansprache einen Rückblick auf die markanten Ereignisse während seiner sechsjährigen Amtszeit. Einen Schwerpunkt legte er auf die Entwicklungen an den Finanzmärkten und die strukturellen Veränderungen im schweizerischen Bankensektor. Viele davon lassen

sich unter den Stichworten Globalisierung und Rationalisierung zusammenfassen. Insgesamt zeichnete er das Bild einer Periode starker Umbrüche und schloss mit der Feststellung, dass der schweizerische Weg und der Weg der Nationalbank – in einem neuen europäischen Umfeld – nicht einfacher geworden sind.

Der Präsident des Direktoriums, Hans Meyer, ging in seinem Referat zunächst auf das wirtschaftliche Geschehen und auf die Geldpolitik in der Schweiz im Jahre 1998 ein. Günstige monetäre Rahmenbedingungen trugen wesentlich dazu bei, dass sich die wirtschaftliche Erholung trotz eines schwierigen internationalen Umfeldes fortsetzte. Die Kritik am IWF, die im Gefolge der Krisen in Ostasien, Russland und Brasilien laut wurde, ist nicht unverständlich, aber übertrieben. In der Schweiz ist die Anpassung der Währungsverfassung an die Erfordernisse der Zeit auf gutem Wege. Die Nationalbank bedauert die dunklen Seiten in ihrem Verhalten während der schwierigen Kriegsjahre; die offiziellen Bemühungen sind ihrer Ansicht dazu geeignet, einen Beitrag zur überzeugenden Bewältigung der Vergangenheit zu leisten.

Wechselkursvolatilität und Schweizer Aussenhandel (S. 46)

Nach traditioneller Auffassung hat die Wechselkursvolatilität einen negativen Einfluss auf die Exportmengen, während ihr Einfluss auf die Exportpreise offen ist. In diesem Beitrag wird der empirische Zusammenhang zwischen Wechselkursvolatilität und Schweizer Exporten mit Hilfe eines multivariaten «GARCH-in-mean»-Modells untersucht. Dabei werden neben dem Total der Exporte verschiedene Exportkategorien (Rohstoffe und Halbfabrikate, Konsumgüter, Investitionsgüter) und verschiedene Exportdestinationen (Deutschland, Frankreich, Italien) unterschieden. Die Resultate zeigen insgesamt keine verlässliche empirische Beziehung zwischen der Volatilität des Frankens und den schweizerischen Exporten: Die durch einen GARCH-Prozess bestimmte Varianz des Wechselkurses ist weder in den Gleichungen zur Bestimmung der Exportmengen noch in den Gleichungen zur Bestimmung der Exportpreise statistisch signifikant.

Conclusions de politique monétaire (p. 8)

La Banque nationale entend continuer à mener une politique monétaire généreuse. Pour ces prochains mois, les perspectives conjoncturelles se sont améliorées dans une mesure réjouissante. Il reste toutefois à voir si elles se réaliseront dans la mesure escomptée. Du côté du renchérissement, les perspectives demeurent favorables. L'évolution des agrégats monétaires, qui livre d'utiles informations sur le renchérissement à moyen terme, indique que les prix à la consommation devraient rester stables dans un avenir proche.

Situation économique et monétaire (p. 10)

La Banque nationale a maintenu le cap de sa politique monétaire généreuse durant les premiers mois de 1999. Elle a ainsi tenu compte du tassement de la conjoncture. Dans l'ensemble, les conditions monétaires ont été un peu plus expansionnistes qu'à la fin de 1998; les taux d'intérêt à court terme sont restés à un bas niveau, et le cours réel du franc, pondéré par les exportations, s'est légèrement replié. Le 8 avril, la Banque nationale a décidé de ramener son taux de l'escompte de 1% à 0,5%, après la baisse du taux directeur de la Banque centrale européenne. Par cette mesure, la Banque nationale a d'abord cherché à éviter une revalorisation du franc face à l'euro, qui aurait été malvenue dans la conjoncture actuelle.

Au premier trimestre, le produit intérieur brut réel a progressé de 0,7% seulement en comparaison annuelle. Aucune impulsion n'est venue des exportations, et la demande intérieure a perdu en dynamisme. Des indicateurs importants ont toutefois montré que le tassement de la croissance touche progressivement à sa fin. Le changement de climat a été particulièrement marqué dans l'industrie d'exportation, qui porte un jugement plus optimiste sur l'évolution de l'économie mondiale. Dans plusieurs pays d'Asie de l'Est, l'économie s'est stabilisée. Le maintien d'une croissance forte aux Etats-Unis et le retour au calme sur les marchés financiers internationaux ont eux aussi renforcé la confiance.

Assemblée générale des actionnaires (p. 34)

Dans son allocution d'ouverture, M. Jakob Schönenberger, président sortant du Conseil de banque, a passé en revue les événements qui ont marqué ses six années à la tête du Conseil. Il a mis l'accent sur les développements des marchés financiers et sur les mutations structurelles dans le secteur bancaire suisse. La mondialisation et la ration-

nalisation sont deux termes qui peuvent recouvrir nombre de ces développements et mutations. Il a brossé le tableau d'une période agitée et, en guise de conclusion, constaté que, pour la Suisse et pour la Banque nationale, la voie empruntée n'est pas devenue plus simple dans le nouvel environnement européen.

Dans la première partie de son exposé, le président de la Direction générale, M. Hans Meyer, a présenté un aperçu de la conjoncture et de la politique monétaire suisse en 1998. Des conditions-cadres propices sur le plan monétaire ont contribué à cette évolution réjouissante, qui s'est poursuivie en dépit d'un environnement international difficile. En ce qui concerne les critiques formulées à l'encontre du FMI dans le sillage des crises asiatique, russe et brésilienne, elles ne sont pas incompréhensibles, mais apparaissent comme exagérées. En Suisse, l'adaptation des dispositions constitutionnelles sur la monnaie aux exigences de notre temps est en bonne voie. De son côté, la Banque nationale regrette les zones d'ombre entourant son attitude pendant la période difficile de la guerre; pour elle, les efforts officiels sont de nature à faire la lumière, et de manière convaincante, sur le passé de notre pays.

Volatilité des cours de change et commerce extérieur suisse (p. 46)

Traditionnellement, on admet que la volatilité des cours de change a une influence négative sur le volume des exportations. La question de l'influence des cours de change sur les prix à l'exportation est par contre ouverte. L'article examine, à l'aide d'un modèle «GARCH-in-mean» à multiples variables, la relation empirique entre la volatilité des cours de change et les exportations suisses. Dans ce modèle, on a considéré, en plus du total des exportations, plusieurs groupes de biens exportés (matières premières et produits semi-finis, biens de consommation, biens d'équipement) et différents marchés d'exportation (Allemagne, France, Italie). Dans l'ensemble, les résultats ne montrent aucune relation empirique fondée entre la volatilité du franc et les exportations suisses: la variance d'un cours de change définie par un processus GARCH n'est significative, statistiquement parlant, ni dans les équations déterminant le volume des exportations, ni dans celles qui débouchent sur les prix à l'exportation.

Sommario

Conclusioni di politica monetaria (p. 8)

Nonostante il rallegrante miglioramento delle aspettative congiunturali per i prossimi mesi, la Banca nazionale ha intenzione di mantenere una politica monetaria generosa. È infatti ancora necessario aspettare per vedere se queste aspettative si avvereranno nella misura sperata. Le prospettive relative al rincaro rimangono favorevoli. Secondo lo sviluppo degli aggregati monetari, che fornisce ragguagli utili sull'evoluzione del rincaro a medio termine, i prezzi al consumo dovrebbero rimanere stabili anche in futuro.

Situazione economica e monetaria (p. 10)

Nei primi mesi del 1999, la Banca nazionale ha continuato a seguire una politica monetaria generosa, tenendo così conto del rallentamento della crescita congiunturale. Complessivamente, le condizioni monetarie sono state leggermente più espansive che alla fine del 1998; i tassi d'interesse a breve sono rimasti modesti e il corso reale del cambio ponderato all'esportazione si è lievemente ridotto. L'8 aprile, la Banca nazionale ha deciso di ridurre di mezzo punto percentuale il tasso di sconto, fissandolo allo 0,5%; la Banca centrale europea aveva in precedenza operato un abbassamento del proprio tasso ufficiale. Riducendo il tasso di sconto, la Banca nazionale ha voluto in prima linea evitare un apprezzamento del franco svizzero rispetto all'euro, poco opportuno nelle circostanze congiunturali vigenti.

Durante il primo trimestre, il prodotto interno lordo è cresciuto soltanto dello 0,7% rispetto all'anno precedente. Le esportazioni non hanno fornito impulsi e la domanda interna ha perso slancio. Indicatori importanti suggeriscono tuttavia che la fase di flessione della crescita sarà gradualmente superata. Una svolta particolarmente pronunciata è quella che si osserva per quanto riguarda lo stato d'animo nell'industria delle esportazioni, derivante da un apprezzamento più ottimistico della situazione economica mondiale. In alcuni Paesi dell'Asia orientale l'economia si è ristabilita. Il proseguimento della vigorosa crescita negli Stati Uniti e la quiete ristabilitasi sui mercati finanziari internazionali sono anch'essi motivi di un atteggiamento fiducioso verso il futuro.

Assemblea generale degli azionisti (p. 34)

Nel suo discorso d'apertura, il presidente uscente del consiglio di banca, Jakob Schönenberger,

ha offerto una retrospettiva sugli avvenimenti centrali dei sei anni in cui ha svolto questo mandato. Ha accordato particolare rilievo agli sviluppi intervenuti sui mercati finanziari e ai cambiamenti strutturali del settore bancario svizzero. Parecchie di queste modifiche si possono riassumere sotto i titoli «globalizzazione» e «razionalizzazione». L'impressione complessiva è stata quella di un periodo di profonde trasformazioni. Il discorso si è concluso con l'osservazione che la via della Svizzera e della Banca nazionale non è diventata più facile nel nuovo contesto europeo.

Il presidente della direzione generale, Hans Meyer, ha dapprima illustrato l'andamento dell'economia e della politica monetaria in Svizzera nel 1998. Le condizioni monetarie favorevoli sono state un fattore essenziale per il proseguimento della ripresa economica nonostante la situazione difficile sul piano internazionale. Le critiche mosse all'FMI in seguito alle crisi sorte nell'Asia orientale, in Russia e nel Brasile sono in parte comprensibili, ma esagerate. In Svizzera, il processo di adeguamento della costituzione monetaria alle esigenze dei tempi è bene avviato. La Banca nazionale è spiacente dei lati oscuri del suo atteggiamento durante i difficili anni della Seconda guerra mondiale e ritiene che gli sforzi compiuti dai poteri pubblici possano costituire un contributo per assumere un atteggiamento convincente nei confronti del passato.

Volatilità del tasso di cambio e commercio esterno della Svizzera (p. 46)

Tradizionalmente si considera che la volatilità del tasso di cambio influisca negativamente sulla quantità delle esportazioni, mentre il suo influsso sui prezzi all'esportazione è ritenuto indeterminato. Nel presente articolo si esamina il rapporto empirico tra la volatilità del tasso di cambio e le esportazioni svizzere ricorrendo ad un modello multivariato «GARCH-in-mean». Accanto alle esportazioni complessive, si considerano diverse categorie di merci (prodotti grezzi e semilavorati, beni di consumo, beni d'investimento) e destinazioni (Germania, Francia, Italia). Da quest'analisi non risulta complessivamente un rapporto empirico affidabile tra la volatilità del franco e le esportazioni dalla Svizzera: la varianza del tasso di cambio determinata con un metodo GARCH non è significativa secondo criteri statistici né nelle equazioni di determinazione della quantità delle esportazioni né in quelle di determinazione dei prezzi d'esportazione.

Conclusions for monetary policy (p. 8)

The National Bank intends to adhere to its generous monetary policy. While it is true that economic prospects for the coming months have improved gratifyingly, it remains to be seen whether these expectations will actually be fulfilled. The outlook for inflation continues to be favourable. The development of the monetary aggregates, which provides useful information on the medium-term development of inflation, clearly indicates that consumer prices should remain stable for some time to come.

Economic and monetary developments (p. 10)

The National Bank continued to conduct a generous monetary policy in the first few months of 1999, duly taking into account the levelling off of economic activity. Overall, monetary conditions were somewhat more expansionary than at the end of 1998; short-term interest rates remained at a low level, and the real export-weighted exchange rate declined slightly. On 8 April the National Bank decided to lower the discount rate by half a percentage point to 0.5% in the wake of a cut in the key interest rate by the European Central Bank. With the reduction in the interest rate in April, the National Bank primarily sought to prevent the Swiss franc's appreciation against the euro, which would have fitted badly into the economic environment.

Real gross domestic product grew year-on-year by a mere 0.7% in the first quarter. No stimuli emanated from the export industry, and domestic demand lost momentum. According to major indicators, however, the period of sluggish growth was gradually drawing to an end. Change in sentiment was particularly marked in the export industry, due to a more optimistic assessment of the world economic situation. In a number of East Asian countries the economy stabilised. Continued strong growth in the United States and the renewed calm in the international financial markets also inspire confidence.

General Meeting of Shareholders (p. 34)

In his opening speech the retiring President of the Bank Council, Jakob Schönenberger, looked back on the significant events during his six-year term of office. Of particular relevance were the developments in the financial markets and the structural changes in the Swiss banking sector. Many of these can be summarised under the headings globalisation and rationalisation. Overall, he drew a picture of a period

characterised by radical change and concluded by saying that Switzerland's path into the future and the path of the National Bank had not become any easier in a new European environment.

In his address the Chairman of the Governing Board, Hans Meyer, discussed economic developments and Switzerland's monetary policy in 1998. Favourable monetary conditions helped in large measure to promote the economic recovery despite the difficult international environment. While criticism of the IMF voiced in the wake of the crises in East Asia, Russia and Brazil is to some extent understandable, it is also exaggerated. In Switzerland, the amendments to the monetary constitution to meet the needs of the times are making good progress. The National Bank regrets the dark sides of its conduct during the difficult war years; it believes that the official efforts being made are a valid and convincing contribution to coming to terms with the past.

The influence of exchange rate volatility on Swiss trade (p. 46)

The traditional view states that exchange rate volatility has a negative effect on export volume, whereas its influence on export prices is ambiguous. This contribution investigates the empirical relationship between exchange rate volatility and Swiss exports using a multivariate "GARCH-in-mean" model. Apart from total exports, several export categories (raw materials and semi-finished products, consumer goods and investment goods) and several export destinations (Germany, France and Italy) are examined. The results establish no clear empirical relationship between the Swiss exports and the volatility of the Swiss franc defined by the variance of the GARCH process. Exchange rate volatility is found to be statistically insignificant in the equation for export volume and for export prices.

Geldpolitische Schlussfolgerungen

Die schweizerische Wirtschaft entwickelte sich im ersten Quartal 1999 verhalten. Von der Exportwirtschaft gingen kaum Impulse aus. Die Binnennachfrage blieb die wichtigste Konjunkturstütze, doch büsste sie etwas an Dynamik ein. Erschwerend wirkten die schlechten Wetterverhältnisse, die den Tourismus und die Bauwirtschaft empfindlich trafen. Spuren des geringeren Wachstums zeigten sich auch auf dem Arbeitsmarkt. Die Beschäftigung nimmt seit Mitte 1998 verlangsamt zu. Die Arbeitslosigkeit ging zwar weiter zurück. Der Rückgang wird aber weiterhin durch die hohe Zahl der ausgesteuerten Arbeitslosen überzeichnet. Trotzdem wurde die positive Wende klar ersichtlich. Sie stellt der Flexibilität des schweizerischen Arbeitsmarktes ein gutes Zeugnis aus.

Die Teuerung blieb sehr tief. Von Januar bis Mai lag der Konsumentenpreisindex um durchschnittlich 0,4% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Die Erhöhung der Mehrwertsteuer wurde gemäss Schätzungen des Bundesamtes für Statistik erst zum Teil überwältigt. Namentlich bei den Waren ist es angesichts der vorhandenen Überkapazitäten und des internationalen Wettbewerbsdrucks schwierig, Preiserhöhungen durchzusetzen. Mehr Spielraum besteht bei den Dienstleistungen, bei denen die Preise zum Teil deutlich, aber nicht in beunruhigender Masse, angehoben wurden.

Die Nationalbank setzte ihre grosszügige Geldpolitik im ersten Halbjahr 1999 fort. Insgesamt waren die monetären Bedingungen etwas expansiver als Ende 1998: die kurzfristigen Zinssätze blieben auf dem tiefen Niveau von 1% und der reale exportgewichtete Wechselkurs des Frankens bildete sich leicht zurück. Am 8. April senkte die Nationalbank den Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt auf 0,5%, nachdem die Europäische Zentralbank den Leitzins herabgesetzt hatte. Während die schweizerischen Geldmarktsätze in der Folge unter 1% fielen, blieben die Kapitalmarktsätze weitgehend unverändert. Mit der Zinssenkung vom April wollte die Nationalbank das Risiko einer deutlichen Höherbewertung des Frankens gegenüber dem Euro begrenzen, die schlecht in das konjunkturelle Umfeld gepasst hätte.

Neben dem schwachen Wirtschaftswachstum und der rückläufigen Kapazitätsauslastung in der Wirtschaft liess auch die Entwicklung der monetären Aggregate Spielraum für eine Senkung der Zinssätze. Die Geldmenge M_3 lag von Januar bis April mit durchschnittlich 0,8% nur wenig über dem entsprechenden Vorjahresstand. Dieses schwache Wachstum lässt sich weitgehend auf die konjunkturelle Abflachung zurückführen. Der Notenbankgeldmenge, die sich seit

Dezember 1998 zurückbildete, kam weiterhin nur wenig Bedeutung zu.

Während die wirtschaftliche Entwicklung am Jahresanfang schwach blieb, hellten sich die Aussichten spürbar auf. Besonders ausgeprägt war der Umschwung in der Exportindustrie. Diesem liegt eine optimistischere Einschätzung der Weltwirtschaftslage zugrunde. In einigen Ländern Ostasiens stabilisierte sich die Wirtschaft und die Nachfrage aus dieser Region begann, sich von einem allerdings sehr tiefen Niveau aus zu erholen. Zuversichtlich stimmt auch das anhaltend starke Wachstum der amerikanischen Wirtschaft und die wieder eingelebte Ruhe an den internationalen Finanzmärkten. Im Euro-Gebiet deuten einige Indikatoren auf eine allmähliche Überwindung der Wachstumsschwäche hin. Die Nationalbank erwartet, dass das Wachstum der schweizerischen Wirtschaft im zweiten Halbjahr anziehen wird. Obschon das reale Bruttoinlandsprodukt im ersten Quartal nur schwach wuchs, erachtet sie eine durchschnittliche Zunahme von ungefähr 1,5% im Jahre 1999 immer noch als plausibel.

Die Teuerungsaussichten sind nach wie vor günstig. Im Durchschnitt dürfte der Konsumentenpreisindex in diesem Jahr um weniger als 1% steigen. Infolge der robusten Konsumnachfrage muss vor allem bei den privaten Dienstleistungen weiter mit Preiserhöhungen gerechnet werden, die über den Mehrwertsteuereffekt hinausgehen. Die Deregulierungsmassnahmen im Telekommunikationsbereich und der Abbau von Preisstützungsmassnahmen in der Landwirtschaft wirken weiterhin teuerungsdämpfend. Von den Löhnen geht ebenfalls kein Inflationsdruck aus, obwohl in Teilbereichen des Arbeitsmarktes eine Verknappung des Angebots beobachtet werden kann. Die Entwicklung der Geldaggregate, die nützliche Informationen über die mittelfristige Teuerungsentwicklung liefert, deutet darauf hin, dass die Konsumentenpreise auch in der weiteren Zukunft stabil bleiben sollten.

Die Nationalbank beabsichtigt, ihre tendenziell grosszügige Geldpolitik beizubehalten. Zwar haben sich die Aussichten für die kommenden Monate in erfreulichem Masse verbessert. Es gilt aber abzuwarten, ob sich diese Erwartungen auch erfüllen werden. In nächster Zeit ist noch nicht mit einer nennenswert steigenden Kapazitätsauslastung zu rechnen. Angesichts der insgesamt immer noch fragilen konjunkturellen Lage kommt auch dem Wechselkurs des Frankens nach wie vor grosse Bedeutung zu.

Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums für die Sitzung des Bankrats
vom 11. Juni 1999

Der Bericht wurde am 27. Mai verabschiedet.
Später verfügbare Fakten wurden soweit als möglich
ebenfalls berücksichtigt. Vorquartalsvergleiche
basieren stets auf saisonbereinigten Daten.

1 Internationale Rahmenbedingungen

1.1 Konjunktur

Im ersten Quartal 1999 entwickelte sich die Konjunktur in den USA weiterhin dynamisch. Die europäische Wirtschaft vermochte dagegen die im Herbst 1998 eingetretene Konjunkturschwäche noch nicht zu überwinden. Japan verharrte in der Rezession, während sich in einigen anderen Staaten Ostasiens sowie in Lateinamerika die Lage stabilisierte.

Anhaltender Aufschwung in den USA

In den USA setzte sich das kräftige Wachstum im ersten Quartal fort. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg gegenüber dem Vorjahr um 3,9%, verglichen mit einem Zuwachs von 4,3% im vierten Quartal. Die wichtigsten Impulse gingen wiederum vom privaten Konsum aus, der durch die günstige Lage auf dem Arbeitsmarkt sowie die erneuten Kursgewinne an den Aktienmärkten gestützt wurde. Auch die Investitionen erhöhten sich deutlich. Dagegen waren die Exporte, die bereits im Jahre 1998 beträchtlich an Schwung verloren hatten, rückläufig.

Die Arbeitslosenquote sank im ersten Quartal nochmals geringfügig auf 4,3%. Die Teuerung blieb mit 1,7% tief; teuerungsdämpfend dürften der bis ins dritte Quartal 1998 reichende starke Anstieg des realen handelsgewichteten Dollarkurses sowie der Rückgang der Kapazitätsauslastung in der Industrie gewirkt haben. Im April zog die Teuerung allerdings deutlich auf 2,3% an. Dies war hauptsächlich auf den

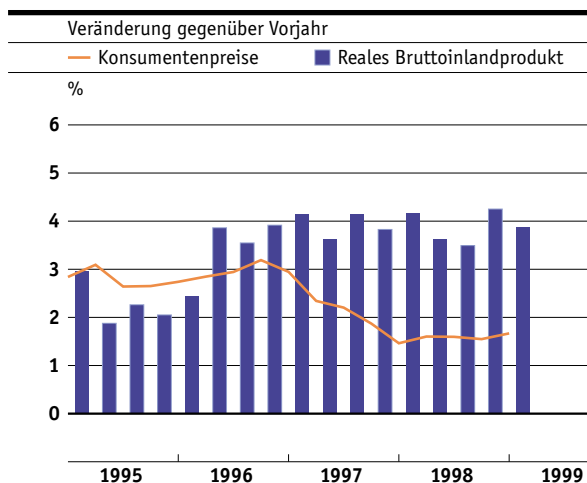
starken Anstieg der Energiepreise zurückzuführen. Auch die inzwischen eingetretene Abschwächung des handelsgewichteten Dollarkurses dürfte den Druck auf die Preise erhöht haben.

Die unterschiedliche konjunkturelle Entwicklung der Weltwirtschaft schlug sich in der amerikanischen Handelsbilanz nieder. Das Defizit nahm im Jahre 1998 infolge des kräftigen Importwachstums und der nachlassenden Exporte nach Asien und Europa um 50 Mrd. Dollar auf 248 Mrd. Dollar zu; dies entspricht rund 3% des Bruttoinlandproduktes.

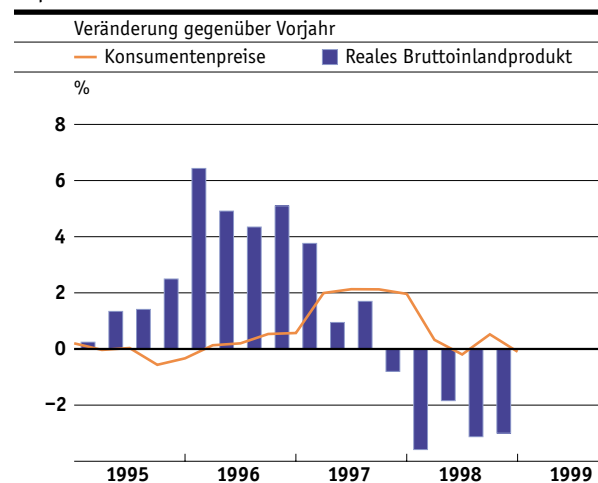
Abschwächung in Europa

In Europa kühlte sich die Konjunktur Ende 1998 spürbar ab. Im Euro-Gebiet nahm das reale Bruttoinlandprodukt im vierten Quartal gegenüber der Vorperiode nur noch wenig zu. Es lag damit noch um 2,3% über dem entsprechenden Vorjahreswert, verglichen mit einem Wachstum von 3,7% im ersten Quartal 1998. Einem robusten privaten Konsum standen rückläufige Exporte sowie eine mehrheitlich schwache Investitionstätigkeit gegenüber. Die konjunkturellen Unterschiede innerhalb des Euro-Gebietes waren allerdings beträchtlich. Besonders ausgeprägt war die Abflachung in Deutschland und Italien, wo die Zuwachsrate im vierten Quartal noch je rund 1% betrug. Die französische Wirtschaft wuchs dagegen mit 2,8% weiterhin kräftig.

USA Grafik 1



Japan Grafik 2



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

In Grossbritannien schwächte sich das Wirtschaftswachstum im vierten Quartal weiter auf 0,7% ab. Die konjunkturelle Flaute ist vor allem auf den Exportsektor zurückzuführen, der neben der rückläufigen Nachfrage auch das starke britische Pfund spürte. Nachfragestützend wirkten dagegen die anhaltend lebhaftere Konsumnachfrage sowie die kräftige Investitionstätigkeit im Dienstleistungssektor.

Im ersten Quartal blieb die konjunkturelle Lage im Euro-Gebiet unverändert. Der private Konsum wurde weiterhin durch die günstige Konsumentenstimmung gestützt. Die Produktion der verarbeitenden Industrie stagnierte dagegen und die Stimmung der Produzenten verschlechterte sich nochmals. Der Rückgang der Zinssätze, die Abschwächung des Euro sowie die sich abzeichnende Aufhellung der Weltwirtschaftslage dürften der Konjunktur in Europa aber allmählich wieder neuen Auftrieb verleihen.

Trotz der Konjunkturschwäche im vierten Quartal setzte sich der Rückgang der Arbeitslosigkeit fort. Im ersten Quartal sank die Arbeitslosenquote im Euro-Gebiet leicht auf 10,5% und lag damit um über einen halben Prozentpunkt unter dem Vorjahreswert. In Grossbritannien stagnierte sie bei 4,6%.

Anhaltende Rezession in Japan

In Japan dauerte die Rezession im vierten Quartal an. Das reale Bruttoinlandprodukt sank gegenüber dem Vorjahr um 3%. Sämtliche Komponenten der Nachfrage, ausgenommen der staatliche Konsum, waren rückläufig. Besonders stark sanken die Investitionen und die Exporte.

Im ersten Quartal zeichnete sich trotz der umfangreichen staatlichen Massnahmen zur Konjunkturstimulierung keine Besserung der Lage ab. Die Industrieproduktion schrumpfte gegenüber dem Vorjahr weiter und der Detailhandel erlitt erneut Absatzeinbussen. Die Arbeitslosenquote stieg auf 4,6% und lag damit um einen Prozentpunkt über dem Vorjahresstand.

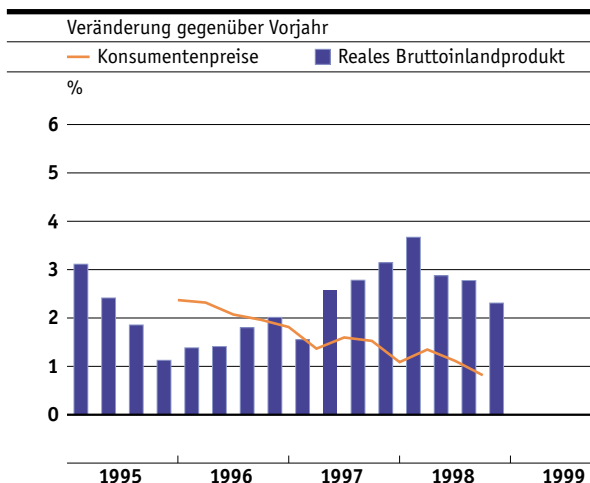
Stabilisierung in Südkorea und Thailand

In Südkorea und Thailand mehrten sich Ende 1998 die Anzeichen einer konjunkturellen Stabilisierung. In Südkorea belebte sich die Industrieproduktion und in Thailand kam der Rückgang des Bruttoinlandproduktes zum Stillstand. Die Zinssätze sanken und das wachsende Vertrauen der Investoren liess die Börsenkurse steigen.

In Indonesien dagegen blieb die Binnennachfrage trotz rückläufiger Zinssätze und expansiver Fiskalpolitik schwach. Auch die Exporte vermochten sich nicht zu erholen, obwohl die Währung im Jahre 1997 massiv an Wert verloren hatte. Vor allem die schwierigen politischen Verhältnisse erschweren die wirtschaftliche Besserung nach wie vor.

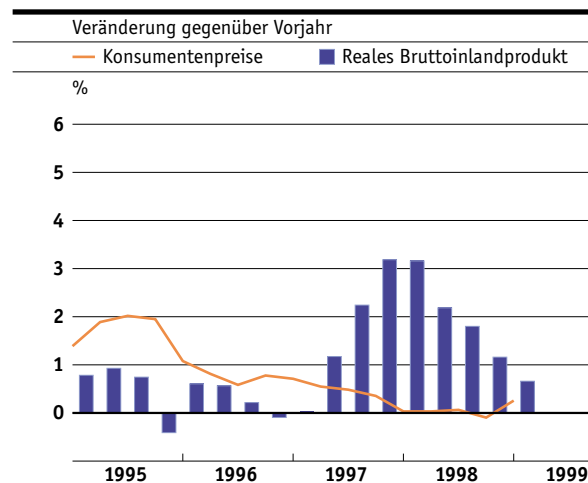
In China schwächte sich das Wachstum weiter ab. Die Regierung setzte ihre Bemühungen fort, die Wirtschaft mit umfangreichen staatlichen Investitionen anzukurbeln.

Euro-Gebiet Grafik 3



Quelle: BIZ

Schweiz Grafik 4



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

Beruhigung der Lage in Brasilien

In Brasilien führten die hohen Zinsen, mit denen zu Beginn des Jahres die Währungskrise bekämpft worden war, zu einer Rezession und zu steigender Arbeitslosigkeit. Gegen Ende des ersten Quartals hellten sich die Aussichten auf. Nachdem die Regierung und der Internationale Währungsfonds (IWF) im März ein neues Stabilisierungsprogramm vereinbart hatten, floss erneut ausländisches Kapital in das Land. Die Währung, die nach der Freigabe des Wechselkurses Mitte Januar massiv an Wert verloren hatte, erstarkte wieder. Damit erhielt die Zentralbank Spielraum, um die Leitzinsen im März und im April schrittweise zu senken.

Anhaltende Krise in Russland

In Russland gab es weiterhin keine Anzeichen einer Besserung der wirtschaftlichen und politischen Lage. Ende April einigten sich der IWF und die Regierung Russlands im Grundsatz auf ein neues Wirtschaftsprogramm. Unter der Voraussetzung, dass die russischen Behörden gewisse Vorleistungen erbringen, zeigte sich der IWF bereit, einen Bereitschaftskredit in Höhe von 3,3 Mrd. Sonderziehungsrechten über eine Laufzeit von 18 Monaten zu gewähren.

1.2 Monetäre Entwicklung

Niedrige OECD-Teuerung

Die Teuerung in den Industrieländern war im ersten Quartal weiter rückläufig. Im Durchschnitt der OECD (ohne Hochinflationenländer) ging sie von 2% im Dezember auf 1,9% im März zurück. In den USA und im Euro-Gebiet stieg sie leicht auf 1,7% bzw. 1%, sank dagegen in Grossbritannien deutlich um 0,7 Prozentpunkte auf 2,1%. In Japan war das Preisniveau gegenüber dem Vorjahr rückläufig. Im April schlug sich die Erhöhung der Erdölpreise in vielen OECD-Ländern in einer höheren Teuerung nieder.

Unveränderte Geldpolitik in den USA – Lockerung in Europa und in Japan

Die unterschiedliche konjunkturelle Lage in den Industrieländern widerspiegelte sich in der Geldpolitik. Die amerikanische Zentralbank liess den geldpolitischen Kurs im ersten Quartal unverändert, nachdem sie den Tagesgeldsatz von Ende September bis Mitte November 1998 um insgesamt 0,75 Prozentpunkte auf 4,75% und den Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt auf 4,5% herabgesetzt hatte.

Die Europäische Zentralbank senkte dagegen am 8. April angesichts der konjunkturellen Abschwächung und der geringen Teuerung ihren Leitzins, den Satz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte, um einen halben Prozentpunkt auf 2,5%. Gleichzeitig reduzierte sie den Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität von 4,5% auf 3,5% und den Zinssatz, zu dem die Banken Gelder anlegen können (Einlagefazilität), von 2% auf 1,5%. Es handelte sich um die erste Zinsanpassung im Euro-Gebiet, nachdem die Zentralbanken der künftigen Eurozone im Dezember 1998 ihre Leitzinsen in einer konzertierten Aktion auf 3% gesenkt hatten.

Ausserhalb des Euro-Gebietes reduzierte die Bank von England den Leitzins im Februar und im April um insgesamt 0,75 Prozentpunkte auf 5,25%. Sie reagierte damit auf die starke Verlangsamung des Wirtschaftswachstums und den deutlichen Rückgang der Teuerung. Ferner senkten die Zentralbanken Dänemarks, Schwedens und Norwegens im April ihren Leitzins.

Auch die japanische Zentralbank lockerte im ersten Quartal die Geldpolitik, um die hartnäckigen Deflationstendenzen zu bekämpfen. Sie senkte den Tagesgeldsatz im Februar von 0,25 % auf 0,15 %, liess den Satz jedoch im März und April auf fast 0,0 % zurückgehen.

Leicht steigende langfristige Zinssätze

In den USA stiegen die langfristigen Zinssätze im ersten Quartal erheblich an. Neben dem kräftigen Wirtschaftswachstum trug dazu auch die Beruhigung an den internationalen Finanzmärkten bei. Der Satz für zehnjährige Staatsanleihen erhöhte sich von Dezember bis März um 0,6 Prozentpunkte auf 5,2%. In Europa gaben die langfristigen Zinssätze zu Beginn des Jahres nochmals nach, zogen dann aber im Sog der höheren amerikanischen Sätze ebenfalls an. Im Euro-Gebiet lag der Satz für zehnjährige Staatspapiere im ersten Quartal mit durchschnittlich 4 % aber immer noch um 0,2 Prozentpunkte tiefer als in der Vorperiode. In Grossbritannien sank er um 0,3 Prozentpunkte auf 4,5. In Japan zogen die langfristigen Zinssätze im ersten Quartal auf 2 % an, nachdem sie bis im vierten Quartal 1998 auf 1,1 % zurückgegangen waren. Zur Erhöhung der langfristigen Zinssätze trug insbesondere die starke Beanspruchung des Kapitalmarktes durch den japanischen Staat bei.

1.3 Konjunkturaussichten

Im ersten Halbjahr revidierten die Konjunkturforschungsinstitute ihre Prognosen für das Jahr 1999 beträchtlich. Die Wachstumsprognosen wurden für die USA kräftig nach oben, für Japan und die EU dagegen nach unten angepasst.

Gemäss der Frühjahrsprognose der OECD wird die Wirtschaft der USA im Jahre 1999 real mit 3,6 % fast gleich stark wachsen wie im Vorjahr. Für das Jahr 2000 wird eine Abschwächung auf 2 % prognostiziert. Die japanische Wirtschaft wird im laufenden Jahr in der Rezession verharren und im nächsten Jahr stagnieren. In der EU dürfte sich das Wachstum gemäss der OECD-Prognose auf knapp 2 % abschwächen, wobei für Frankreich eine überdurchschnittliche, für die anderen drei grossen Länder eine unterdurchschnittliche Zuwachsrate prognostiziert wird. In der zweiten Hälfte dieses Jahres soll sich das Wachstum in Europa gemäss der OECD wieder beschleunigen und im Jahre 2000 in einen Aufschwung übergehen. Diese Zuversicht, die viele andere Prognoseinstitute teilen, stützt sich vor allem auch auf die Erwartung einer Stabilisierung der Lage in Ostasien.

Die Arbeitslosigkeit wird gemäss der OECD in den USA tief bleiben, in der EU leicht zurückgehen und in Japan weiter zunehmen. Die Teuerung dürfte im Jahre 1999 in allen grossen Ländern der OECD auf tiefem Stand verharren (Tabelle 1).

Prognosen der OECD

Tabelle 1

	Wirtschaftswachstum ¹			Teuerung ²			Arbeitslosenquote ³		
	1998	1999	2000	1998	1999	2000	1998	1999	2000
Europäische Union	2,8	1,9	2,4	1,8	1,7	1,7	10,5	10,1	9,8
Deutschland	2,8	1,7	2,3	0,9	0,9	1,3	11,2	10,7	10,0
Frankreich	3,2	2,3	2,6	0,7	0,9	1,1	11,8	11,3	10,8
Grossbritannien	2,1	0,7	1,6	2,5	2,7	2,5	6,2	6,7	7,3
Italien	1,4	1,4	2,2	2,9	2,3	1,5	12,2	12,1	11,9
USA	3,9	3,6	2,0	1,0	1,1	1,5	4,5	4,2	4,4
Japan	-2,8	-0,9	0,0	0,4	-0,7	-0,6	4,1	4,9	5,3
Schweiz	2,1	1,2	1,8	1,1	1,0	1,2	3,9	3,0	2,7
OECD	2,3	2,2	2,1	1,3	1,1	1,3	7,1	7,0	7,0

1 Reales Bruttoinlandprodukt, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

2 BIP-Deflator, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent; OECD: ohne Hochinflationländer

3 in Prozent der Erwerbsbevölkerung

Quelle: OECD Economic Outlook, Juni 1999

2 Monetäre Entwicklung

2.1 Geldaggregate

Normalisierung der Giroguthaben

Die Giroguthaben der Banken bei der Nationalbank bildeten sich im Laufe des ersten Quartals 1999 bei grossen Schwankungen zurück. Im März lagen sie mit 3,7 Mrd. Franken um rund 1 Milliarde tiefer als im vergangenen Oktober. Damals hatte die Nationalbank den Banken in grossem Masse zusätzliche Liquidität zur Verfügung gestellt, um der Gefahr eines allzu starken Anstiegs des Frankens entgegenzuwirken.

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge, die sich aus dem Notenumlauf und den Giroguthaben der Banken zusammensetzt, betrug im Durchschnitt des ersten Quartals 34 278 Mio. Franken. Sie verringerte sich gegenüber dem vierten Quartal 1998 um 2,0% (auf ein Jahr hochgerechnet) und lag um 378 Mio. Franken oder 1,1% über dem prognostizierten Wert von 33 900 Mio. Franken. Diese Abweichung ist zum grössten Teil auf die Entwicklung des Notenumlaufs zurückzuführen, der sich nach dem saisonal bedingten, kräftigen Anstieg am Jahresende unerwartet langsam zurückbildete. Innert Jahresfrist stieg die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge um 3,4%, wobei die Giroguthaben um 2,6% und der Notenumlauf um 3,5% zunahmen.

Die Abweichung der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge zum 1994 festgelegten Zielpfad betrug in den ersten drei Monaten des Jahres 7,2%, 7,8% bzw. 6,3%. Diese Schwankungen widerspiegeln vor allem die Volatilität der Nachfrage nach Giroguthaben der Banken. Aufgrund von Verschiebungen der

Notennachfrage, die vor allem Mitte der neunziger Jahre festzustellen waren, geht die Nationalbank weiterhin davon aus, dass der Abstand zum Zielpfad den Expansionsgrad der Geldpolitik überzeichnet.

Prognose für das zweite Quartal

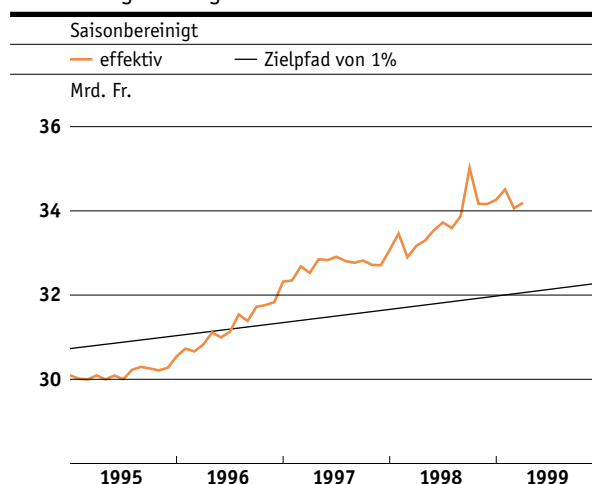
Die Nationalbank erwartet für das zweite Quartal einen durchschnittlichen Bestand der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge von 34 400 Mio. Franken. Dies entspricht gegenüber dem vierten Quartal 1998 einer Wachstumsrate von lediglich 0,3% (auf ein Jahr hochgerechnet). Dabei ist zu berücksichtigen, dass der Stand im vierten Quartal 1998 aufgrund der im Oktober erfolgten Liquiditätszufuhr ausserordentlich hoch war. Die prognostizierte Veränderungsrate gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal beträgt 3,2%.

Stagnation von M_3

Die Geldmenge M_3 verharrte saisonbereinigt auf dem Stand des Vorquartals. Gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal betrug der Zuwachs gleich wie im vierten Quartal 1998 0,7%. Damit liegt die Wachstumsrate von M_3 nach wie vor unter der geschätzten Grösse, die langfristig mit Preisstabilität zu vereinbaren ist.

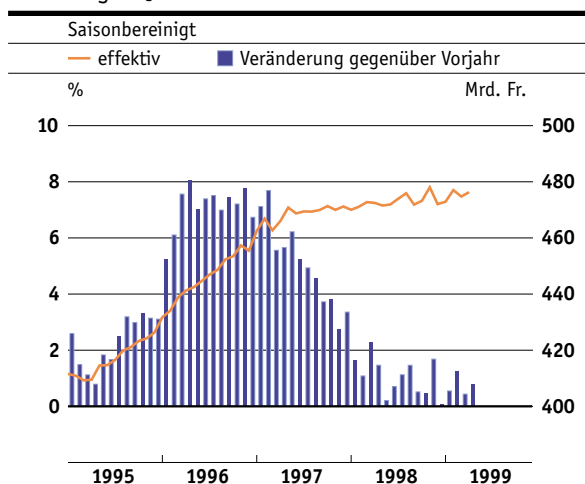
Auch bei den Wachstumsraten der anderen breiten Geldaggregaten setzte sich die Entwicklung der letzten Quartale fort. Mit einem Jahreswachstum von 5,3% entwickelte sich M_1 weiterhin schneller als das Aggregat M_2 , das gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal nur geringfügig zunahm (0,8%). Die Senkung der Geldmarktzinsen von Anfang April kommt im Wachstum dieser Aggregate noch nicht zum Ausdruck.

Notenbankgeldmenge Grafik 5



Grafiken 5 und 6: Quelle: SNB

Geldmenge M_3 Grafik 6



Notenbankgeldmenge und ihre Komponenten

Tabelle 2

	1997	1998	1998				1999		
			1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	April	Mai
Notenumlauf ¹	29,0	29,6	29,4	29,4	29,3	30,2	30,6	30,5	30,5
Veränderung ²	2,8	1,9	0,2	1,9	2,6	3,0	4,2	3,2	4,0
Giroguthaben ¹	3,7	4,1	3,9	3,8	4,0	4,5	4,0	3,6	3,7
Veränderung ²	26,5	9,4	12,4	2,1	4,6	18,8	2,7	2,8	-1,8
NBGM ^{1,3}	32,7	33,6	33,3	33,2	33,3	34,7	34,6	34,2	34,3
SBNBGM ^{1,4}	32,7	33,7	33,1	33,3	33,7	34,4	34,3	34,2	34,5
Veränderung ²	4,8	3,0	2,1	1,8	2,7	5,2	3,4	3,1	3,6
Veränderung ⁵	3,1	5,2	4,9	3,6	4,0	5,2	-2,0	-1,8	0,2

Breit definierte Geldaggregate und ihre Komponenten⁶

Tabelle 3

	1997	1998	1998				1999	
			1. Q. ^p	2. Q. ^p	3. Q. ^p	4. Q. ^p	1. Q. ^p	April ^p
Bargeldumlauf	3,2	1,6	-0,4	1,3	2,2	3,3	3,7	3,0
Sichteinlagen	14,9	10,9	16,5	7,5	8,0	11,7	6,7	12,5
Transaktionskonti	7,1	6,4	8,3	9,2	4,4	3,7	4,1	6,6
M₁	10,1	7,8	10,8	7,2	5,8	7,5	5,3	9,0
Spareinlagen	3,6	-1,1	1,6	-1,3	-2,0	-2,7	-3,3	-2,1
M₂	6,5	3,1	5,8	2,7	1,7	2,2	0,9	3,3
Termineinlagen	-0,8	-8,0	-15,8	-7,4	-2,3	-5,9	0,2	-11,0
M₃	5,1	1,0	1,6	0,7	0,9	0,7	0,7	0,8

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

2 gegenüber Vorjahr in Prozent

3 NBGM = Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben

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

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

6 Definition 1995, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent
p provisorisch

2.2 Kredite und Kapitalmarkt

Anhaltend geringes Kreditwachstum im Inland

Die von den Banken vergebenen Kredite lagen Ende März um 9,1% über ihrem Stand vor Jahresfrist. Der Anstieg beruht vor allem auf einem markanten Anstieg der Auslandskredite (24,5%). Im Vergleich dazu wuchsen die Inlandkredite zwar nur bescheiden, doch erzielten sie mit 2,7% eine deutlich höhere Jahreswachstumsrate als Ende 1998 (0,5%).

Die beiden Komponenten der Inlandkredite – Hypothekarforderungen und Forderungen gegenüber Kunden – entwickelten sich ungefähr gleich stark (2,7% bzw. 2,8%). Damit erreichten die Forderungen gegenüber Kunden erstmals wieder die Zuwachsraten der Hypothekarkredite, nachdem sie seit Beginn der neunziger Jahre stets schwächer gewachsen waren und während etlicher Jahre sogar negative Veränderungsrate aufgewiesen hatten. Die bewilligten Baukredite und deren Beanspruchung lagen indessen auch Ende März noch deutlich unter ihrem Vorjahresstand (je -12%).

Tiefes Zinsniveau begünstigt Rückzahlungen am Kapitalmarkt

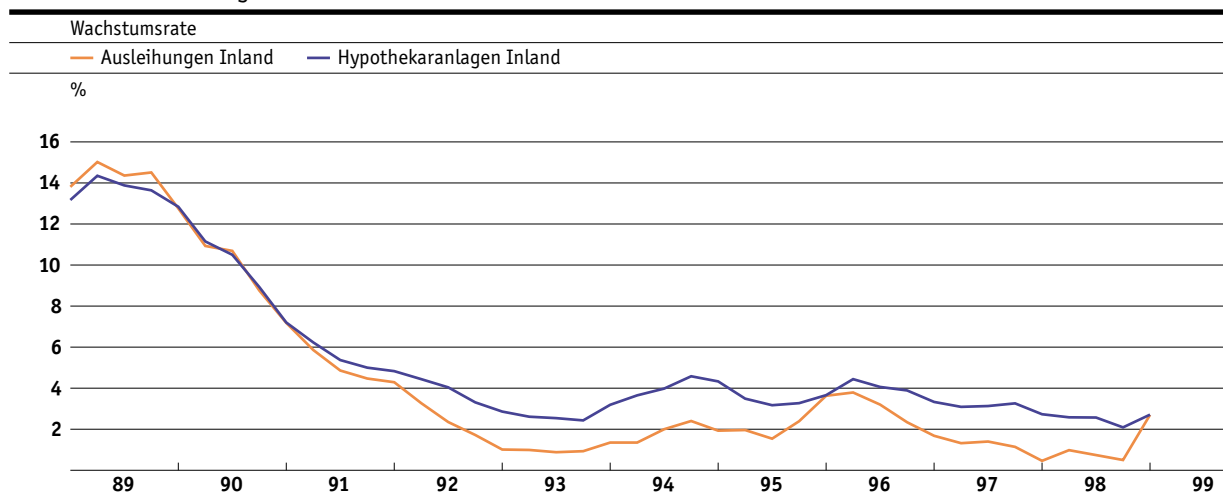
Die Bruttobeanspruchung des schweizerischen Kapitalmarktes durch Anleihen- und Aktienemissionen fiel im ersten Quartal ähnlich hoch aus wie im entsprechenden Vorjahresquartal. Das tiefe Zinsniveau begünstigte indessen weiterhin die frühzeitige Kündigung von Anleihen, so dass das Volumen der Rückzahlungen das Vorjahresniveau deutlich überstieg. Die Nettobeanspruchung des schweizerischen Kapitalmarktes (Emissionen abzüglich Rückzahlungen) sank damit innert Jahresfrist um 4,8 Mrd. auf 8,5 Mrd. Franken.

Ausländische Emittenten gaben Anleihen im Betrag von 7,3 Mrd. Franken netto aus. Trotz der Zunahme der Rückzahlungen lag dieser Betrag über dem Ergebnis der entsprechenden Vorjahresperiode (6,6 Mrd. Franken). Im gleichen Zeitraum schrumpfte die Nettokapitalaufnahme inländischer Schuldner von 7,1 Mrd. auf 0,6 Mrd. Franken. Neben den steigenden Rückzahlungen waren vor allem die stark rückläufigen Anleihenemissionen dafür verantwortlich. Sowohl im Inland- als auch im Auslandsbereich konzentrierte sich die Emissionstätigkeit auf gewöhnliche Anleihen (Straights), die weiterhin vom tiefen Zinsniveau profitierten.

Auf dem Schweizer Aktienmarkt blieben die Emissionen bescheiden. Im ersten Quartal übertrafen sie die Rückzahlungen um 0,5 Mrd. Franken. In der entsprechenden Vorjahresperiode hatten die Rückzahlungen noch über den Emissionen gelegen (-0,4 Mrd. Franken).

Inländische Kreditfähigkeit

Grafik 7



Quelle: SNB

	1997	1998	1998				1999
			1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
Anleihen und Aktien, total							
Emissionswert ¹	61,7	83,1	22,3	20,8	19,5	20,5	21,4
Konversion/Rückzahlung	32,9	35,8	9,0	6,7	9,5	10,7	12,9
Nettobeanspruchung	28,8	47,3	13,3	14,1	10,0	9,9	8,5
Schweizerische Obligationenanleihen							
Emissionswert ¹	24,3	30,3	11,5	7,5	6,2	5,1	7,5
Konversion/Rückzahlung	17,6	16,0	4,4	3,3	4,8	3,5	6,9
Nettobeanspruchung	6,8	14,3	7,1	4,2	1,4	1,6	0,6
Schweizer Aktien							
Emissionswert ¹	2,9	11,3	0,1	1,8	0,7	8,7	0,8
Rückzahlung	3,0	3,6	0,5	0,8	0,6	1,7	0,2
Nettobeanspruchung	-0,1	7,8	-0,4	1,0	0,1	7,0	0,5
Ausländische Obligationenanleihen²							
Emissionswert ¹	34,5	41,5	10,7	11,5	12,6	6,7	13,2
Rückzahlung	12,4	16,2	4,1	2,6	4,1	5,4	5,9
Nettobeanspruchung ³	22,1	25,3	6,6	8,9	8,5	1,3	7,3

1 nach Liberierungsdatum

2 ohne Fremdwährungs-
anleihen

3 ohne Konversion

2.3 Zinsen

Stabile Geldmarktsätze

Die Geldmarktzinssätze veränderten sich im Verlauf des ersten Quartals nur wenig. Nachdem der Tagesgeldsatz im Januar rund 0,8% betragen hatte, erhöhte er sich im Februar und März wieder auf über 1,0%. Damit war er im Durchschnitt des ersten Quartals gleich hoch wie in der Vorperiode (1,0%). Die anderen Geldmarktsätze bildeten sich dagegen leicht zurück. Der Zinssatz für dreimonatige Eurofranken sank um 0,2 Prozentpunkte auf 1,2%, während die Emissionsrendite eidgenössischer Geldmarktbuchforderungen um 0,1 Prozentpunkt auf 1,1% nachgab.

Die Zinsdifferenz gegenüber dem Ausland zeigte ebenfalls keine grossen Veränderungen. Für dreimonatige Anlagen am Euromarkt betrug die Zinsdifferenz zu den vergleichbaren Euro-Zinssätzen im Quartalsdurchschnitt rund 1,8%. Die entsprechende Zinsdifferenz zwischen Dollar- und Frankenanlagen betrug rund 3,7%.

Zinssenkung im April

Mit Wirkung ab 9. April 1999 senkte die Nationalbank den Diskontsatz um 0,5 Prozentpunkte auf 0,5%. Diese Massnahme erfolgte parallel zur Zinssenkung der Europäischen Zentralbank. Im Anschluss an die Anpassung des Diskontsatzes verringerten sich die schweizerischen Geldmarktzinsen deutlich. Ende April betrug der Tagesgeldzinssatz gleich wie der Zinssatz für dreimonatige Eurofranken 0,875%.

Stabile Obligationenrenditen

Die Rendite eidgenössischer Obligationen stieg am Jahresanfang infolge der Anpassung des Obligationenkorbes um 0,2 Prozentpunkte auf 2,6% an und blieb bis April ungefähr auf diesem Niveau. Da die Geldmarktzinsen im gleichen Zeitraum zurückgingen, wurde die Zinskurve etwas steiler.

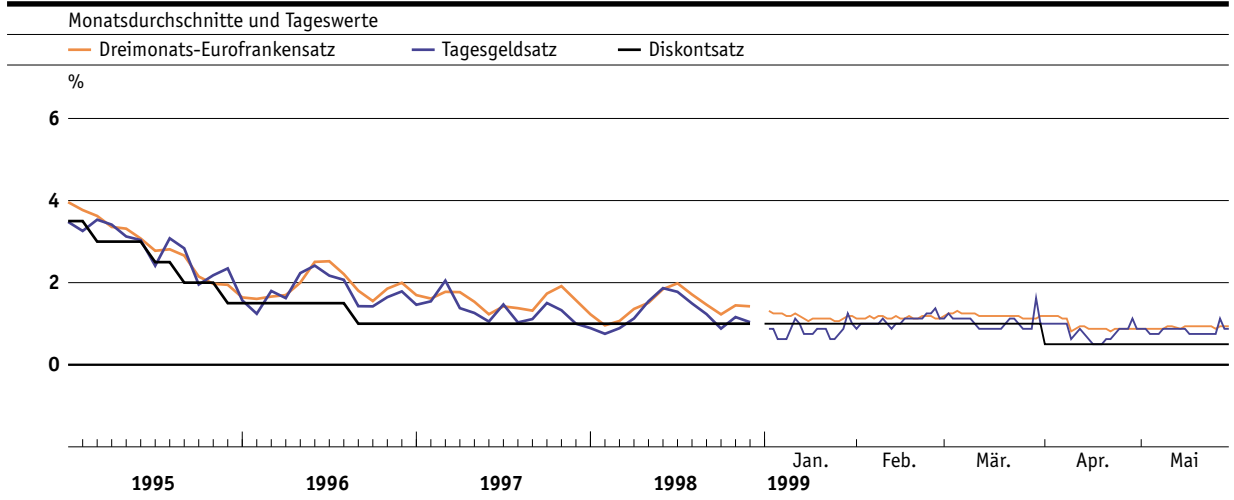
Die Differenz zu den höher liegenden Renditen ausländischer Staatsobligationen veränderte sich uneinheitlich. Gegenüber den USA stieg sie im ersten Quartal um 0,2 Prozentpunkte auf 2,4 Prozentpunkte. Gleichzeitig verringerte sie sich gegenüber Deutschland von 1,6 auf 1,3 Prozentpunkte.

Senkung der Hypothekarzinsen

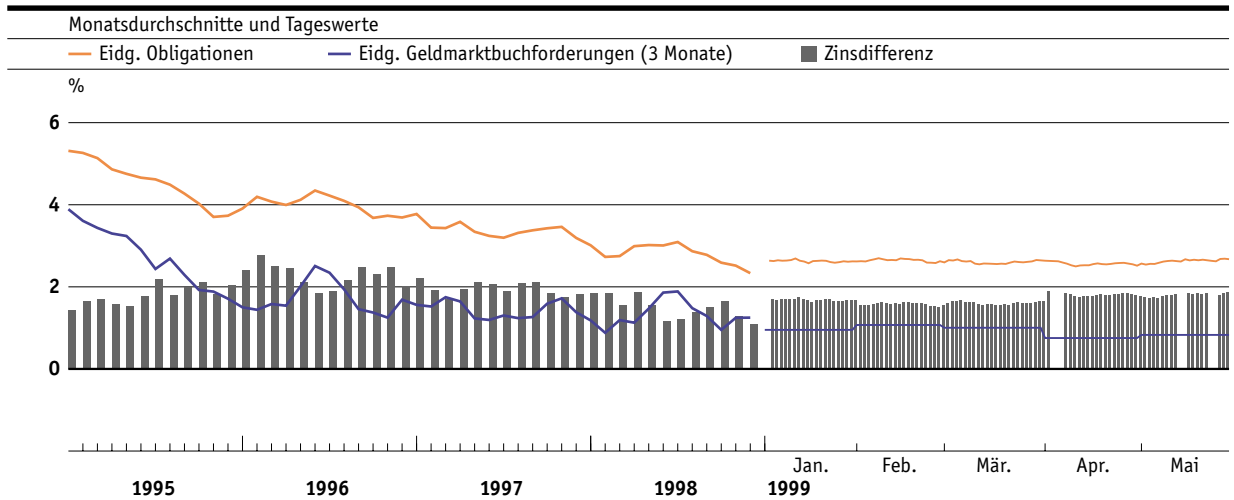
Die Diskontsatzsenkung von Anfang April hatte keine Auswirkungen auf die Rendite eidgenössischer Obligationen. Sie gab indessen den Anstoss zu einer Senkung der Hypothekarzinsätze. Eine Reihe von Kantonalbanken reduzierte den Zinssatz für Althyptheken um einen viertel Prozentpunkt auf 3,75%. Die entsprechende Senkung für neue erste Hypotheken soll im Sommer wirksam werden.

Kaum veränderte Aktienkurse in der Schweiz

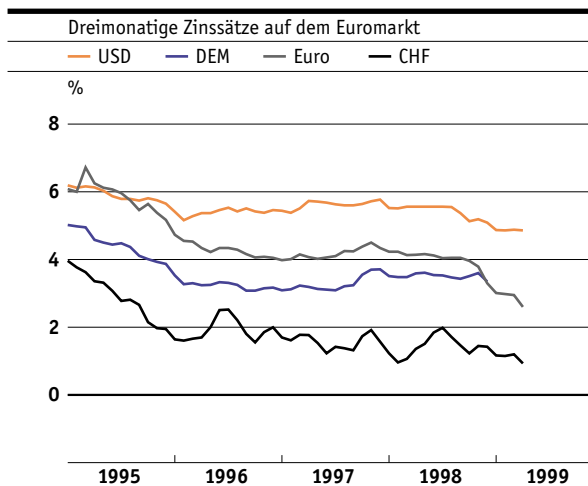
In den ersten Monaten des Jahres 1999 stiegen die schweizerischen Aktienkurse nur mässig. Gegenüber den ausländischen Märkten, insbesondere den USA, blieb die Kursentwicklung des schweizerischen Aktienmarktes damit deutlich zurück. Ende April lagen die Kurse in der Schweiz immer noch rund 10% unter ihren Höchstwerten vom Juli 1998.



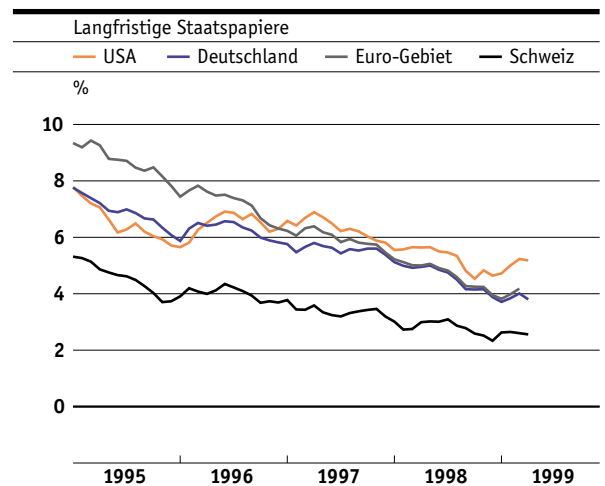
Obligationenrendite und Zinsstruktur



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

2.4 Wechselkurse

Weiterhin starker Dollar

Im ersten Quartal war die Entwicklung auf den Devisenmärkten von der divergierenden wirtschaftlichen Entwicklung in den USA und Europa geprägt. Das robuste Wirtschaftswachstum der USA wirkte sich über die Erwartung höherer Zinsen stimulierend auf den Dollar aus. In Europa hingegen liessen die gedämpften Konjunkturaussichten eine Senkung der Zinssätze erwarten, was den Euro schwächte. Zusätzlichen Druck auf den Euro übte der Krieg im Kosovo aus.

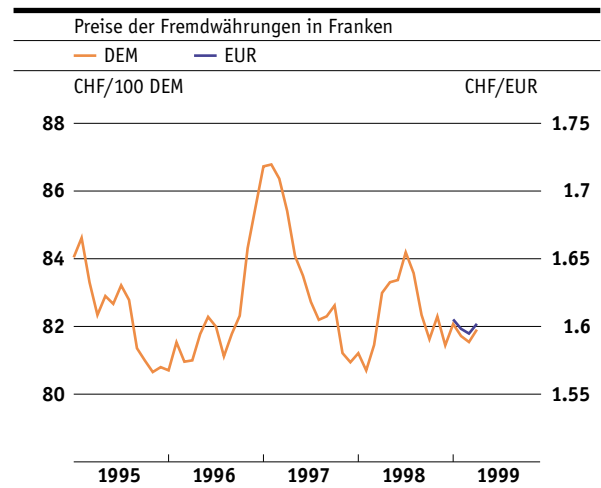
Der Euro verlor gegenüber dem Dollar von Jahresbeginn bis Ende Mai 11,3%. Gleichzeitig büsste er gegenüber dem britischen Pfund und dem japanischen Yen 8% bzw. 5,4% an Wert ein. Der Dollar notierte gegenüber dem britischen Pfund um 3,8% und gegenüber dem japanischen Yen um 6,6% fester.

Schwächerer Franken

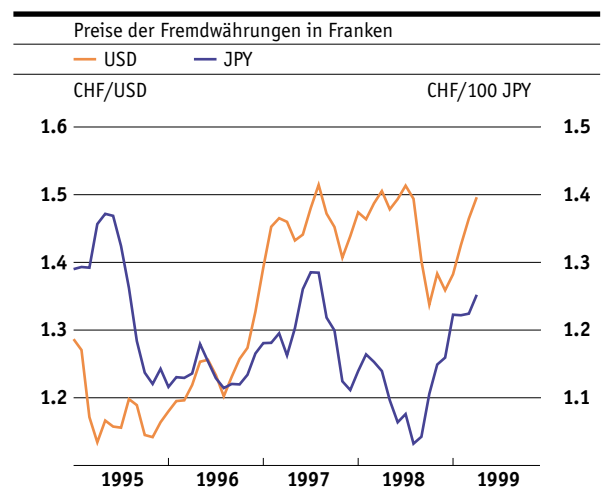
Die Schweizer Währung verlor gegenüber den meisten wichtigen Währungen an Wert. Gegenüber dem amerikanischen Dollar büsste der Franken von Januar bis Ende Mai 11,4% ein und schloss im Mai mit einem Kurs von 1,53 Franken pro Dollar. Gegenüber dem britischen Pfund und dem japanischen Yen schwächte er sich um 7,3% bzw. 4,5% ab. Einzig gegenüber dem Euro blieb der Franken stabil und notierte Ende Mai mit 1,59 Franken pro Euro nur leicht stärker als zu Jahresbeginn.

Der reale exportgewichtete Aussenwert des Frankens sank von Januar bis Mai um 1,7% und lag damit nur noch um 0,8% höher als im Mai des Vorjahres. Gegenüber der D-Mark erhöhte sich der reale Frankenkurs leicht (0,4%). Deutlich fiel hingegen die reale Tieferebewertung gegenüber dem amerikanischen Dollar aus (8,6%).

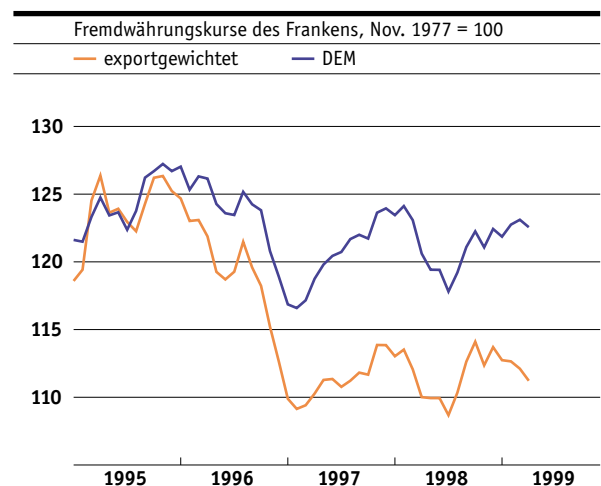
Devisenkurse Grafik 12



Devisenkurse Grafik 13



Reale Wechselkursindizes Grafik 14



Grafiken 12, 13 und 14:
Quelle: SNB

3 Gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Produktion

3.1 Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion

Weitere Wachstumsverlangsamung

In der Schweiz hielt die konjunkturelle Abflachung im ersten Quartal 1999 an, doch deuten die vorlaufenden Indikatoren auf eine konjunkturelle Belebung gegen Ende des Jahres hin. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm gegenüber der Vorperiode nur geringfügig zu und lag damit noch um 0,7% über dem entsprechenden Vorjahresstand (4. Quartal 1998: 1,2%). Die Binnennachfrage, insbesondere der private Konsum, blieb die wichtigste Konjunkturstütze. Im Vergleich zur Vorperiode gewann sie aber nicht mehr weiter an Dynamik. Dies dürfte teilweise auf die schlechten Witterungsbedingungen zurückzuführen sein, die vor allem die Bauwirtschaft und den Tourismus beeinträchtigten. Nach dem Rückgang im vierten Quartal stabilisierten sich dagegen die Exporte und übertrafen damit den Vorjahresstand knapp um 0,9%. Die robuste Nachfrage nach Konsum- und Ausrüstungsgütern widerspiegelte sich in weiter steigenden Importen.

Nochmals sinkende Kapazitätsauslastung in der Industrie

Die Industrieproduktion lag gemäss dem monatlichen Industrietest der KOF/ETH auch im ersten Quartal unter ihrem Vorjahresniveau. Allerdings dürfte sich der Rückgang gegenüber der Vorperiode verlangsamt haben. Die technischen Kapazitäten, die im Laufe des Jahres 1998 zusehends als zu hoch beurteilt worden waren, wurden kaum mehr ausgeweitet. Dennoch sank die Kapazitätsauslastung um einen weiteren Prozentpunkt auf 82,8%; sie lag damit um drei Prozentpunkte tiefer als vor Jahresfrist.

Anzeichen einer konjunkturellen Stabilisierung

Wichtige Indikatoren deuten auf eine Stabilisierung und allmähliche Erholung der Industriekonjunktur hin. Der von der KOF/ETH monatlich erhobene «Geschäftsgang» stabilisierte sich im ersten Quartal, nachdem er sich im zweiten Halbjahr 1998 deutlich verschlechtert hatte. In den stark exportorientierten Industriezweigen bewegte er sich wieder leicht nach oben. Der Bestellungseingang der Industrie insge-

samt, der zwischen Mai 1998 und Januar 1999 von Monat zu Monat leicht gesunken war, blieb im ersten Quartal unverändert.

Die Einschätzung der künftigen Geschäftsentwicklung hellte sich spürbar auf. Die Unternehmen erwarten in nächster Zeit eine anziehende Nachfrage und beurteilen auch die längerfristige Entwicklung zuversichtlicher. Besonders deutlich fiel der Umschwung in der Exportindustrie aus, die in den kommenden drei Monaten mit erheblich mehr Bestellungen rechnet. Im Unterschied zur Exportindustrie schätzt die Binnenindustrie die Entwicklung eher verhaltener ein als vor einem Jahr. Für die kommenden Monate plant die Industrie insgesamt eine leichte Ausweitung der Produktion. Sie will auch den Einkauf von Vorprodukten nicht mehr weiter drosseln, nachdem sie die entsprechenden Pläne im Laufe des Vorjahres kontinuierlich zurückgenommen hatte. Die Lager an Fertigprodukten werden zwar immer noch als zu hoch beurteilt, doch nahmen sie im ersten Quartal nicht mehr weiter zu.

Frühjahresprognosen

Das monatlich von der KOF/ETH veröffentlichte Konjunkturbarometer deutet auf eine Überwindung der Wachstumsflaute gegen Ende des Jahres hin. Insgesamt wird das gesamtwirtschaftliche Wachstum in diesem Jahr aber tiefer ausfallen als 1998 (2,1%). Die Nationalbank geht davon aus, dass dieses etwa 1,5% betragen wird. Die Konjunkturforschungsinstitute rechnen im Durchschnitt mit einem Anstieg des realen Bruttoinlandprodukts von 1,3%,¹ nachdem sie im Herbst 1998 eine Zunahme von 1,5% prognostiziert hatten. Während das erwartete Wachstum des privaten Konsums mit durchschnittlich 1,7% annähernd unverändert blieb (Herbst 1998: 1,6%) und auch dasjenige der Anlageinvestitionen nur leicht von 3,3% auf 2,7% angepasst wurde, fiel die Revision bei den Exporten von 4% auf 2,4% stärker ins Gewicht.

¹ Durchschnitt der Frühjahresprognosen der KOF/ETH, BAK, Créa, UBS, OECD und Kommission für Konjunkturfragen (KfK).

Bruttoinlandprodukt und seine Komponenten

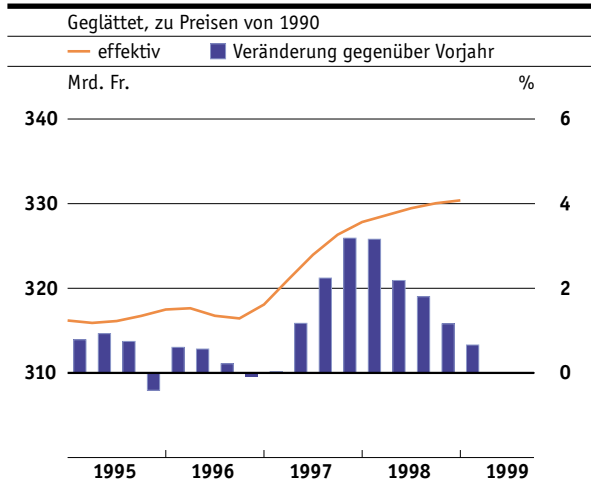
Tabelle 5

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

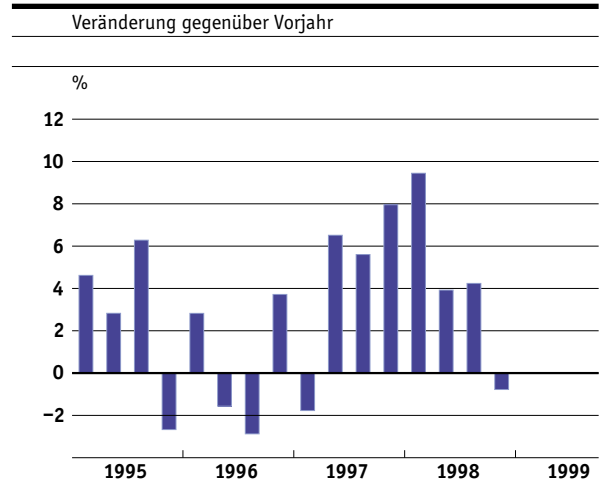
	1997	1998	1998				1999
			1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
Privater Konsum	0,8	1,1	1,0	0,8	1,2	1,2	1,3
Konsum Staat und Sozialversicherungen	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1
Anlageinvestitionen	0,4	1,0	1,3	0,8	0,6	1,1	0,6
Bau	-0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	-0,1	-0,2
Ausrüstungen	0,6	0,9	1,1	0,8	0,4	1,2	0,8
Inländische Endnachfrage	1,2	2,1	2,3	1,7	2,0	2,5	2,1
Lager	0,1	1,9	3,5	2,0	0,3	1,8	-0,7
Exporte total	3,5	1,7	3,6	2,0	1,8	-0,4	0,4
Gesamtnachfrage	4,9	5,7	9,5	5,7	4,1	3,9	1,8
Importe total	-3,2	-3,7	-6,3	-3,5	-2,3	-2,8	-1,1
BIP	1,7	2,1	3,2	2,2	1,8	1,2	0,7

Quelle: BFS, BWA

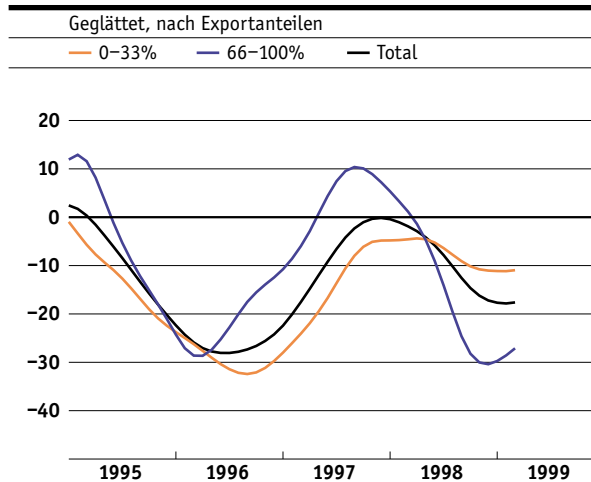
Bruttoinlandprodukt Grafik 15



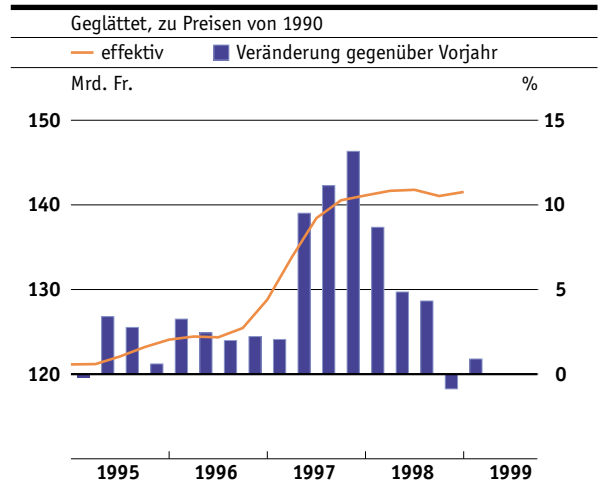
Industrieproduktion Grafik 17



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

3.2 Aussenhandel und Ertragsbilanz

Erneut leicht sinkende Güterexporte

Die realen Güterexporte bildeten sich im ersten Quartal zum zweiten Mal nacheinander gegenüber der Vorperiode zurück (saison- und arbeitstagbereinigt).¹ Sie lagen damit um 1,5% unter dem entsprechenden Vorjahresstand (4. Quartal 1998: -3,3%). Die anhaltende Exportschwäche widerspiegelt das stark verlangsamte Wachstum des Welthandels und besonders die konjunkturelle Abkühlung bei den wichtigen europäischen Handelspartnern. Optimistisch stimmt, dass sich der Exportrückgang abschwächte und die exportorientierte Industrie die Aussichten wieder zuversichtlicher beurteilt.

Wie im vierten Quartal bildeten sich die Lieferungen von Rohstoffen und Halbfabrikaten zurück (-5%). Eine leichte Besserung zeichnete sich dagegen bei den Exporten von Investitions- und Konsumgütern ab. Sie nahmen gegenüber dem Vorjahr nicht mehr ab, nachdem sie im vierten Quartal noch um 4% bzw. 1,6% gesunken waren. Innerhalb dieser Gruppen gab es weiterhin beträchtliche Unterschiede. So waren die Lieferungen von Textilmaschinen mit -32% immer noch stark rückläufig, während die übrigen Maschinenexporte sowie die Ausfuhren von Präzisionsinstrumenten über dem Vorjahresstand lagen. Im Bereich der Konsumgüter sanken die Lieferungen von Uhren und von Juwelierwaren nochmals stark, doch wurde diese Entwicklung durch vermehrte Ausfuhren von Pharmaprodukten ausgeglichen.

Stagnierende Exporte in die EU

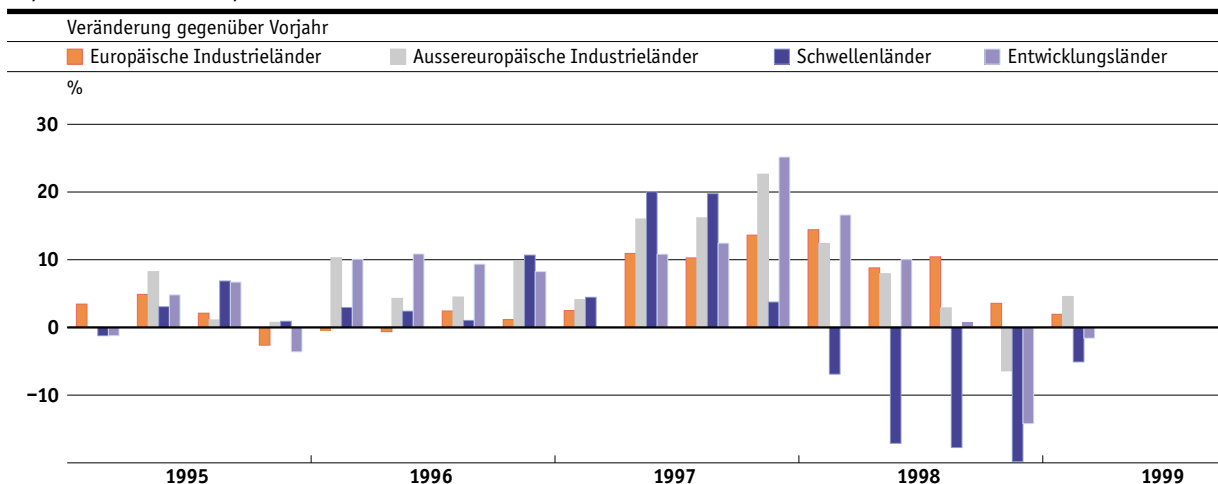
Nach Absatzregionen gegliedert, stagnierten die (nominellen) Ausfuhren in die EU-Länder, nachdem sie im vierten Quartal 1998 noch um knapp 2% gestiegen waren. Ins Gewicht fielen die sich weiter abschwächenden Lieferungen nach Deutschland und Italien (-0,2% bzw. -3,8%). Die Ausfuhren nach Frankreich nahmen dagegen kräftig zu und diejenigen nach Grossbritannien erholten sich leicht.

Höhere Ausfuhren in die USA – verlangsamter Exportrückgang nach Asien

Auch die Exporte in die USA zogen im ersten Quartal an (5,2%), nachdem sie im Laufe von 1998 stark an Schwung verloren und Ende 1998 um fast 7% unter dem Vorjahresstand gelegen hatten. Bei den Ausfuhren nach Asien zeichnet sich eine allmähliche Stabilisierung ab. Die Exporte nach Japan, die 1998 um 4,1% gesunken waren, nahmen leicht zu (0,9%). Die Ausfuhren in die asiatischen Schwellenländer schrumpften zwar weiter, doch verlangsamte sich der Rückgang von 30% im vierten auf 6,2% im ersten Quartal. Erstmals seit Ende 1997 wurden wieder mehr Güter nach Singapur geliefert.

Exporte nach Handelspartnern

Grafik 19



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

1 Das erste Quartal 1999 wies einen Arbeitstag mehr auf als das erste Quartal 1998, so dass die arbeitstagbereinigten Zuwachsraten des Aussenhandels um etwa 1,5 Prozentpunkte tiefer liegen als die offiziell ausgewiesenen

unbereinigten Daten. Im folgenden werden stets arbeitstagbereinigte Daten verwendet. Die offiziellen Werte finden sich in Tabelle 6 und 7 sowie Grafik 19.

Reale Ausfuhren nach Verwendungszweck¹
Veränderungen gegenüber Vorjahr in Prozent²

Tabelle 6

	1997 ³	1998	1998				1999
			1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
Total	7,7	4,7	10,7	4,7	4,8	-1,2	0,1
Rohstoffe und Halbfabrikate	10,2	4,6	13,3	4,6	-0,1	-0,9	-3,4
Investitionsgüter	7,8	6,3	13,7	7,3	6,1	-2,5	1,5
Konsumgüter	5,1	3,3	5,7	2,3	7,5	-1,1	1,6
Ausfuhrpreise	3,7	-0,9	-0,1	0,1	-1,3	-1,7	0,2

Reale Einfuhren nach Verwendungszweck¹
Veränderungen gegenüber Vorjahr in Prozent²

Tabelle 7

	1997 ³	1998	1998				1999
			1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
Total	6,4	8,1	9,7	6,7	6,1	7,4	6,7
Rohstoffe und Halbfabrikate	9,6	5,0	14,3	3,2	5,2	-1,9	-1,9
Investitionsgüter	5,6	12,2	15,0	7,6	6,1	17,0	15,3
Konsumgüter	2,3	9,7	9,1	9,4	7,6	7,9	8,6
Einfuhrpreise	5,4	-4,1	-3,9	-3,0	-3,7	-3,4	-3,2

Ertragsbilanz Salden in Mrd. Franken

Tabelle 8

	1997 ³	1998 ⁴	1998 ⁴				1999 ⁴
			1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
Waren	-0,5	-2,7	-1,0	-0,8	0,0	-0,9	-0,6
Spezialhandel	0,3	-1,8	-0,7	-0,6	0,2	-0,7	-0,3
Dienste	18,8	18,7	5,3	4,4	4,6	4,3	6,2
Fremdenverkehr	1,5	1,5	1,2	0,0	0,3	0,0	1,2
Arbeits- und Kapitaleinkommen	19,7	19,9	4,7	5,0	5,5	4,6	4,7
Kapitaleinkommen	26,2	26,3	6,3	6,6	7,2	6,2	6,3
Laufende Übertragungen	-4,9	-4,8	-1,3	-1,2	-1,2	-1,1	-1,3
Total Ertragsbilanz	33,1	31,2	7,8	7,4	9,0	6,9	9,0

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

2 nicht arbeitstagbereinigt

3 revidiert

4 Schätzung

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

Schwächeres Importwachstum

Die arbeitstag- und saisonbereinigten realen Importe von Gütern nahmen gegenüber der Vorperiode weiter zu. Im Vorjahresvergleich stiegen sie um 5% (4. Quartal 1998: 5,9%). Sieht man von den ausserordentlich hohen Einfuhren von Linienflugzeugen ab, übertrafen sie den Vorjahresstand noch um rund 3%.

Die Importe von Rohstoffen und Halbfabrikaten nahmen gegenüber dem Vorjahr erneut ab (-3,6%). Darin widerspiegelte sich die tiefere Industrieproduktion und der Abbau der Lager. Die Einfuhren von Investitionsgütern stiegen dagegen um 13,6%; ohne importierte Linienflugzeuge betrug die Zunahme 6% (4. Quartal 1998: 8%). Die lebhaftere Konsumnachfrage widerspiegelte sich erneut in wachsenden Einfuhren von Konsumgütern. Während die Importe von Personalfahrzeugen an Dynamik verloren, zogen diejenigen von Bekleidungsartikeln, Haushalteinrichtungen und Pharmaprodukten an.

Stagnierende Exportpreise

Die am Mittelwert gemessenen Exportpreise bildeten sich im Vorjahresvergleich nicht mehr weiter zurück, nachdem sie im vierten Quartal um 1,7% gesunken waren. Dagegen fielen die Importpreise erneut (-3,2%). Darin widerspiegelten sich die rückläufigen Energiepreise (-28,7%).

Höherer Ertragsbilanzüberschuss

Die nominellen Güterimporte nahmen im ersten Quartal gegenüber der Vorjahresperiode um 0,8% ab, während sich die Güterexporte um 0,6% erhöhten. Das Defizit im Aussenhandel betrug 0,3 Mrd. und lag somit um 0,4 Mrd. tiefer als vor Jahresfrist. Der Aktivsaldo der Dienstleistungsbilanz stieg um 0,8 Mrd. auf 6,2 Mrd. Franken. Vor allem die höheren Kommissionseinnahmen der Banken trugen zu diesem Wachstum bei. Der Aktivsaldo der Arbeits- und Kapitaleinkommen lag mit 4,7 Mrd. Franken auf dem gleichen Niveau wie im Vorjahresquartal. Höheren Nettoerträgen aus Portfolioanlagen und Direktinvestitionen standen tiefere Einnahmen aus dem Zinsgeschäft der Banken gegenüber. Insgesamt stieg damit der Überschuss der Ertragsbilanz um 1,2 Mrd. auf 9,0 Mrd. Franken. Deren Anteil am Bruttoinlandprodukt belief sich damit auf 9,6%.

3.3 Investitionen

Die Investitionen nahmen im ersten Quartal 1999 insgesamt weiter zu und übertrafen den entsprechenden Vorjahresstand um 2,9%. Während sich die Ausrüstungsinvestitionen erneut dynamisch entwickelten, sanken die Bauinvestitionen weiter. Sie lagen damit um 2,3% tiefer als vor Jahresfrist.

Rückläufige Bautätigkeit

Der erneute Rückgang der Bauinvestitionen war zu einem erheblichen Teil witterungsbedingt. Dies widerspiegelte sich auch im starken Rückgang der Zementlieferungen (-10%). Gemäss Angaben des Schweizerischen Baumeisterverbandes (SBV) lag die Bautätigkeit im ersten Quartal um 6,1% unter dem Vorjahresstand. Da viele Aufträge nicht ausgeführt werden konnten, nahm der Arbeitsvorrat entsprechend zu. So erhöhten sich die für das zweite Quartal erwarteten Bauvorhaben um 6,7% und dürften damit die Ausfälle des ersten Quartals kompensieren. Die Aussichten für das Baugewerbe hellten sich auf. Gemäss dem vierteljährlichen Bautest der KOF/ETH erwarten die Unternehmen in den nächsten Monaten einen leicht steigenden Auftragseingang. Die Perspektiven sind dabei im Tiefbau günstiger als im Hochbau. Auf eine allmähliche Besserung deutet auch die erwartete Preisentwicklung hin. So wird im Hochbau wieder mit leicht steigenden Preisen und im Tiefbau mit einer deutlichen Verlangsamung des Preisrückgangs gerechnet.

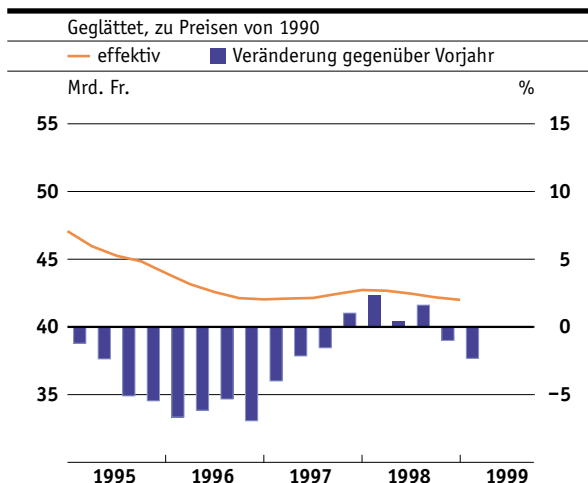
Der vom Rauminformationsbüro Wüest & Partner berechnete Angebotspreisindex deutet auf eine Stabilisierung der Immobilienpreise hin. Im Bereich der Eigentumswohnungen, der Einfamilienhäuser und der Büroflächen stiegen die Preise im ersten Quartal leicht an. Dagegen bildeten sie sich auf dem Mietwohnungsmarkt nochmals zurück.

Die Aussichten der Bauwirtschaft sind insgesamt als verhalten optimistisch einzustufen. Kurzfristig ist zwar nicht mit einer kräftigen Erholung der Baukonjunktur zu rechnen. Insbesondere im Wohnungsbau sind immer noch erhebliche Überkapazitäten vorhanden. Im gewerblich-industriellen Bau dürften dagegen inzwischen die noch nutzbaren Überkapazitäten weitgehend abgebaut worden sein. Vor allem aber gehen in der mittleren Frist von den geplanten öffentlichen Infrastrukturprojekten bedeutende Impulse aus.

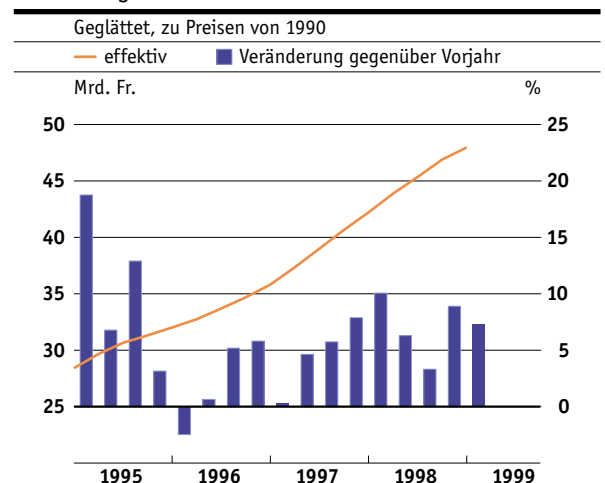
Anhaltendes Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen

Die realen Ausrüstungsinvestitionen nahmen im ersten Quartal zu und übertrafen den Vorjahresstand um 7,4% (4. Quartal 1998: 8,9%). Die Investitionstätigkeit konzentrierte sich dabei auf den Dienstleistungssektor, während sie in der Industrie

Bauinvestitionen Grafik 20



Ausrüstungsinvestitionen Grafik 21



Grafiken 20, 21 und 22:
 Quartalschätzung annualisiert
 Quelle: BWA

weiter an Schwung verlor. So stiegen die Importe von Maschinen und Geräten des Dienstleistungssektors, auf die knapp die Hälfte der gesamten Maschineneinfuhren entfällt, mit 14,4% deutlich stärker als diejenigen von Industriemaschinen. Auf eine Investitionsflaute in der Industrie deutet auch der vom Verein Schweizerischer Maschinenindustrieller (VSM) gemeldete Auftragseingang aus dem Inland hin. Dieser nahm im ersten Quartal gegenüber dem Vorjahr um 4,8% ab, nachdem er bereits im zweiten Halbjahr 1998 markant geschrumpft war (-25%).

3.4 Konsum

Robuster privater Konsum

Der private Konsum stieg im ersten Quartal gegenüber dem Vorjahr um 2,1% (4. Quartal 1998: 2,1%). Er wurde weiterhin durch die günstige Einkommensentwicklung, die kontinuierliche Verbesserung der Arbeitsmarktlage und die tiefen Zinssätze gestützt.

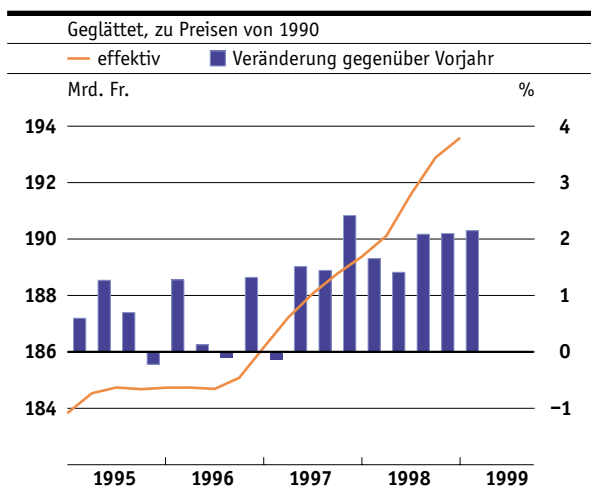
Die realen Detailhandelsumsätze lagen verkaufstagsbereinigt um 2,8% höher als vor Jahresfrist, nachdem sie im vierten Quartal um 1,3% zugenommen hatten. Das kräftige Wachstum war teilweise auf die umsatzstarken Ostertage zurückzuführen, die in diesem Jahr in das erste Quartal fielen. Überdurchschnittlich stark stieg der Umsatz von dauerhaften Konsumgütern, insbesondere von Haushaltapparaten und Büromaschinen. Dagegen lagen die Umsätze von Textilien und Bekleidung erneut unter dem Vorjahresstand (-1,4%). Die Zahl der Übernachtungen inlän-

discher Gäste erhöhte sich nur geringfügig, was zu einem erheblichen Teil auf die schlechten Witterungsbedingungen zurückzuführen war.

Günstige Aussichten

Die Aussichten für den privaten Konsum sind nach wie vor günstig. Der vom Bundesamt für Wirtschaft und Arbeit erhobene Index der Konsumentenstimmung schwächte sich zwar im April leicht ab, bewegte sich damit aber immer noch auf einem hohen Stand. Gemäss der KOF-Umfrage erwartet der Detailhandel in den kommenden drei Monaten weiter steigende Umsätze und die Hotellerie rechnet mit deutlich mehr Übernachtungen inländischer Gäste.

Privater Konsum Grafik 22



4 Arbeitsmarkt

4.1 Beschäftigung

Leichte Beschäftigungszunahme

Die Beschäftigung nahm im ersten Quartal 1999 wieder etwas stärker zu (+0,4%), nachdem sie in den beiden Vorquartalen nur wenig gestiegen war. Sie lag damit um 1,1% über dem entsprechenden Vorjahresstand (4. Quartal 1998: 1,2%). Der stärkste Zuwachs war im Bereich der Teilzeitstellen mit einem Pensum von 50–89% (+1,8%) zu beobachten. Während auch die Zahl der Stellen mit einem Pensum von weniger als 50% zunahm (+1%), bildete sich diejenige der Vollzeitstellen zurück.

Die wichtigsten Beschäftigungsimpulse gingen vom Dienstleistungssektor aus. Die Zahl der Arbeitsplätze wuchs in diesem Bereich gegenüber dem Vorjahr um 1,6%, während sie im Industriesektor stagnierte. Im Bausektor erhöhte sich die Beschäftigung wieder, so dass der Stellenabbau vom vierten Quartal teilweise wettgemacht wurde. Sie lag jedoch nur geringfügig höher als vor Jahresfrist.

Beschäftigungsaussichten

Gemäss dem vierteljährlichen Industrietest der KOF/ETH beurteilten die Industrieunternehmen die Belegschaft unverändert als zu hoch. Dies gilt vor allem für die grossen und stark exportorientierten Unternehmen. Nur die kleinen Unternehmen erachte-

ten den Personalbestand als angemessen. Gemäss den vom Bundesamt für Statistik erhobenen Beschäftigungsaussichten verschlechterten sich die Perspektiven in der verarbeitenden Industrie erneut. Im Dienstleistungssektor blieben sie unverändert und im Bausektor hellten sie sich etwas auf.

Die konjunkturelle Verlangsamung widerspiegelte sich auch in der Nachfrage nach Arbeitskräften. Der Manpower-Index, der die Fläche der Stelleninse- rate misst, stieg bis April nur noch leicht. Die Zahl der bei den Arbeitsämtern gemeldeten offenen Stellen ging saisonbereinigt sogar zurück und betrug im April noch 14 500 Stellen. Gering ist nach wie vor die Nachfrage nach Arbeitskräften ohne besondere Qualifikationen. Wie aus der Umfrage des BWA hervorgeht, konzentrierte sich die seit dem ersten Quartal 1997 steigende Nachfrage nach Arbeitskräften hauptsächlich auf den Bereich der qualifizierten Arbeitskräfte.

4.2 Arbeitslosigkeit

Weniger Stellensuchende und Arbeitslose

Die Zahl der Stellensuchenden bildete sich von Dezember bis April um 17 300 auf 180 800 Personen zurück (saisonbereinigt). Ihr Anteil an der Erwerbsbevölkerung sank von 5,5% auf 5,0%.

Arbeitsmarkt nicht saisonbereinigte Zahlen

Tabelle 9

	1997	1998				1999			
		1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	April	Mai	
Voll- und Teilzeitbeschäftigte ¹	-1,6	1,2	0,8	1,6	1,4	1,2	1,1	-	-
Vollzeitbeschäftigte ¹	-1,8	0,8	0,3	0,8	1,0	0,9	0,4	-	-
Arbeitslosenquote ^{2,3}	5,2	3,9	4,8	3,9	3,4	3,3	3,3	2,9	2,7
Arbeitslose ³	188,3	139,7	174,9	142,3	121,9	119,5	120,7	105,9	98,6
Stellensuchende ³	244,7	217,3	244,0	221,7	203,8	200,5	197,9	183,0	175,1
Kurzarbeiter ³	6,6	3,1	5,6	2,8	1,2	2,7	5,2	4,5	-
Gemeldete offene Stellen ³	9,4	13,3	12,1	15,0	14,0	12,2	14,7	16,2	16,4

1 Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

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

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

Die Zahl der registrierten Arbeitslosen sank um 13 500 auf 103 300 Personen (saisonbereinigt), und die Arbeitslosenquote verringerte sich um 0,3 Prozentpunkte auf 2,9%. Besonders stark nahm erneut die Zahl von Arbeitslosen ab, die seit mehr als einem Jahr ohne Stelle sind. Dieser Rückgang widerspiegelt teilweise die konjunkturelle Besserung, die im Jahre 1997 zu einer starken Abnahme der bei den Arbeitsämtern gemeldeten registrierten Arbeitslosen geführt hatte. Teilweise ist er aber auch auf die wachsende Zahl von Ausgesteuerten zurückzuführen, die keinen Anspruch auf Arbeitslosenentschädigung mehr haben. Die Zahl der Arbeitslosen, die seit 7–12 Monaten stellenlos sind, nahm ebenfalls deutlich ab, nachdem sie im Vorquartal stagniert hatte. Dagegen verringerte sich die Zahl der neu gemeldeten Arbeitslosen nur noch wenig.

Die Arbeitslosigkeit sank in allen Branchen des Industrie- und Dienstleistungssektors. Im Baugewerbe setzte sich der Rückgang im März und April fort, nachdem er zwischen September und Februar teils infolge der schlechten Witterungsbedingungen zum Stillstand gekommen war.

Die Arbeitslosigkeit nahm in allen drei Sprachregionen ab, wobei der Rückgang im Tessin besonders stark war. In der deutschen Schweiz sank sie auf 2,3%, im Tessin auf 4,5% und in der französischen Schweiz auf 4,1%.

Anstieg der Zahl der Ausgesteuerten

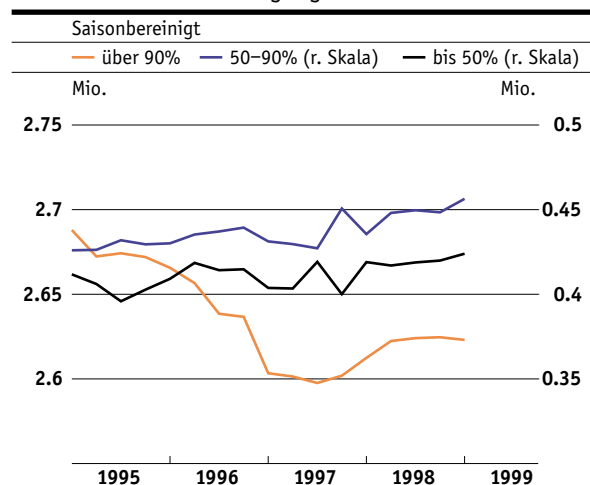
Sowohl der Rückgang der Stellensuchenden als auch der registrierten Arbeitslosen wird zur Zeit durch die hohe Zahl der ausgesteuerten Arbeitslosen überzeichnet. Im Januar und Februar endete für 7 100 Arbeitslose die Bezugsberechtigung; davon liessen sich 2 400 nicht weiter als arbeitslos registrieren, obschon sie keine neue Arbeitsstelle fanden. Diese Entwicklung dürfte auch in den kommenden Monaten anhalten; sie widerspiegelt die zwar sinkende, aber immer noch hohe Arbeitslosigkeit im Jahre 1997.¹

Unveränderte Kurzarbeit

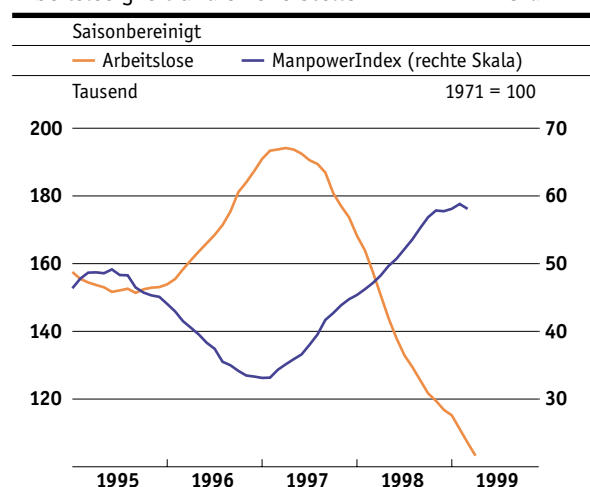
Die Zahl der Kurzarbeiter nahm von Dezember bis März um 700 auf 1 900 ab (saisonbereinigt). Sie lag damit ungefähr gleich hoch wie vor Jahresfrist. Auch die Zahl der durch Kurzarbeit ausgefallenen Arbeitsstunden stabilisierte sich. Sie betrug in der Bauwirtschaft 45 000 Stunden und lag damit rund doppelt so hoch wie in der Maschinenindustrie, der am zweitstärksten betroffenen Branche.

¹ Bei einer gesetzlichen Bezugsdauer von maximal 500 Arbeitstagen folgt die Entwicklung der Zahl der Ausgesteuerten mit einer Verzögerung von zwei Jahren dem Verlauf der registrierten Arbeitslosigkeit.

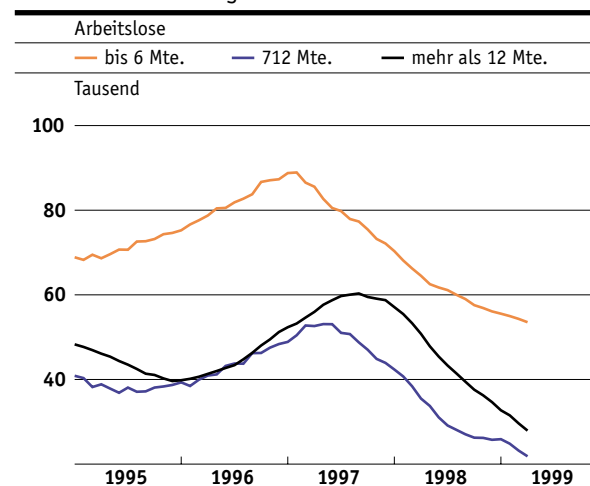
Voll und Teilzeitbeschäftigung Grafik 23



Arbeitslosigkeit und offene Stellen Grafik 24



Dauer der Arbeitslosigkeit Grafik 25



Grafiken 23, 24 und 25:
Quelle: BFS

5 Preise

5.1 Konsumentenpreise

Anstieg des Konsumentenpreisindex im ersten Quartal

Die Konsumentenpreise lagen im ersten Quartal um 0,3% über ihrem Vorjahresniveau, nachdem sie im vierten Quartal 1998 leicht rückläufig gewesen waren. Die Erhöhung der Mehrwertsteuer um einen Prozentpunkt von 6,5% auf 7,5% (Normalsatz) per ersten Januar wirkte sich bis anhin weniger stark aus als erwartet. Ende 1998 hatte das Bundesamt für Statistik (BFS) den potentiellen mehrwertsteuerbedingten Anstieg des Index von Dezember bis März auf 0,4% geschätzt; der effektive mehrwertsteuerbedingte Anstieg betrug gemäss BFS jedoch nur rund 0,2%.

Die Preise der Dienstleistungen stiegen – teilweise mehrwertsteuerbedingt – um 0,8% (Vorquartal: 0,5%). Die privaten Dienstleistungen verteuerten sich um 0,9% und die öffentlichen Dienstleistungen um 0,7%. Erstmals seit Ende 1997 erhöhten sich die Mieten in der Februarerhebung wieder merklich gegenüber dem Vorjahr (0,3%). Auch bei den Transport- und den Postdienstleistungen, vor allem aber im Gastgewerbe und im Tourismusbereich, stiegen die Preise beschleunigt. Dagegen sanken die Preise der Telekommunikationsdienstleistungen, wenn auch weniger stark als im Jahre 1998. Bei den Waren liegen die Preise nach wie vor unter dem Vorjahresniveau (-0,5%). Klammert man die Erdölprodukte aus, haben sich indessen auch die Waren innert Jahresfrist leicht verteuert.

Der Rückgang der Preise ausländischer Güter (Waren und Dienstleistungen), welcher seit Beginn des Jahres 1998 anhält, schwächte sich infolge der wieder steigenden Erdölpreise ab. Im Durchschnitt verbilligten sich die ausländischen Güter noch um 0,6%, nach 1,3% im Vorquartal. Die Preise der inländischen Güter stiegen innert Jahresfrist um 0,6% (4. Quartal 1998: 0,3%).

Höhere Teuerungsraten im April und Mai

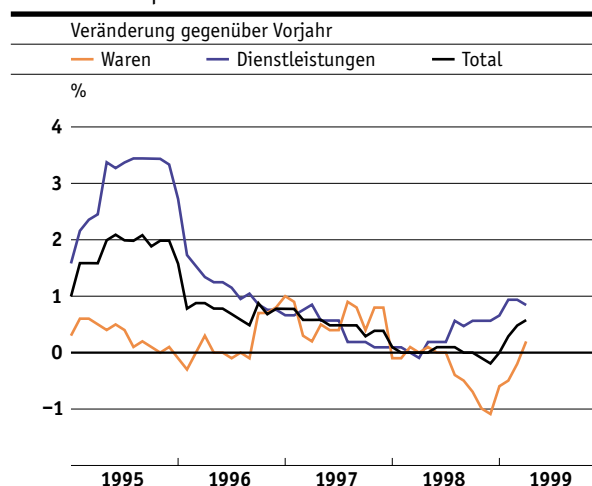
Im April und Mai erhöhten sich die Konsumentenpreise beschleunigt. Dies war teilweise auf die höheren Erdölpreise zurückzuführen. Auch die Mieten stiegen innert Jahresfrist stärker (0,6%). Die Jahresteuerung betrug im Durchschnitt 0,6%. Sowohl bei den Dienstleistungen als auch bei den Waren lag sie höher als im ersten Quartal. Dabei spielte gemäss BFS der Mehrwertsteuereffekt nur eine untergeordnete Rolle. Erstmals seit Ende des Jahres 1997 zeigten die ausländischen Güter im Vorjahresvergleich einen Preisanstieg. Bei den inländischen Gütern betrug die Teuerung im Durchschnitt 0,7%.

5.2 Preise des Gesamtangebots

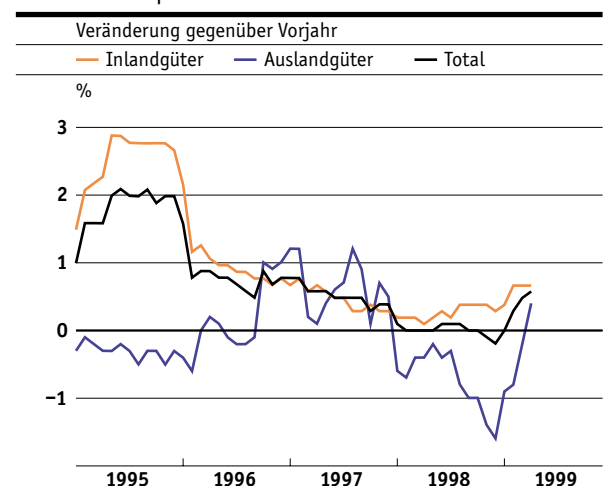
Erneut rückläufige Preise auf der Produktions- und Importstufe

Die sinkenden Preise auf der Produktionsstufe spiegelten die schwache Industriekonjunktur in der Schweiz. Der Produzentenpreisindex, welcher die Preise ab Werk der in der Schweiz hergestellten Güter erfasst, sank um 1,9%. Die für den Inlandabsatz bestimmten Güter verbilligten sich mit 2,2% erneut

Konsumentenpreise Grafik 26



Konsumentenpreise Grafik 27



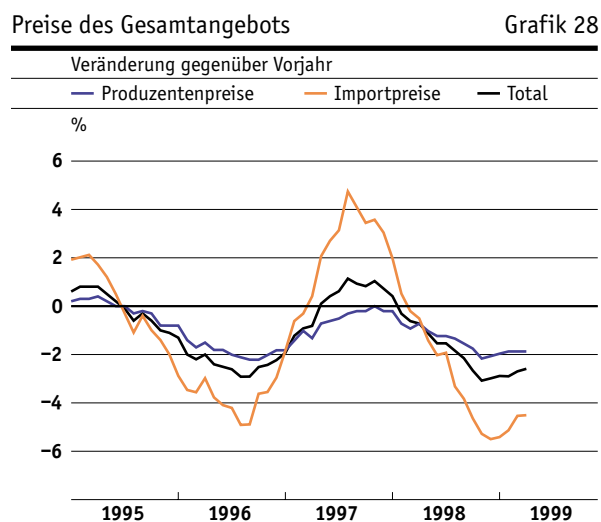
Grafiken 26 und 27: Quelle: BFS

stärker als die für den Export bestimmten Güter. Der Importpreisindex, der die Preisentwicklung ausgewählter Importprodukte ab Zoll wiedergibt, sank gegenüber dem Vorjahr um 5%. Wie bereits im Vorquartal bildeten sich damit die Preise des Gesamtangebots (Produzenten- und Importpreise) um 2,9% zurück. Auch bei den einzelnen Gütergruppen setzten sich die Tendenzen des Vorquartals fort. Trotz einer Trendwende bei den Erdölpreisen gegen Ende des Quartals verbilligten sich die Rohstoffe innert Jahresfrist um rund 14%. Der Preiszerfall bei den Rohstoffen spiegelte sich in den Preisen der verarbeitenden Industrie. Insbesondere die Metall-, die Papier- und die Mineralölprodukte verbilligten sich innert Jahresfrist markant. Die Preise der Halbfabrikate sanken wie bereits in der Vorperiode deutlich (-3,8%). Dagegen verbilligten sich die Investitions- und Konsumgüter nur noch wenig.

5.3 Teuerungsaussichten

Abgeschwächter Preisrückgang bei den importierten Gütern

Aufgrund des immer noch schwachen Wachstums der Weltwirtschaft wird bei den Rohstoffpreisen nicht mit einer Trendwende gerechnet; die Talfahrt dürfte allerdings beendet sein. Insbesondere die Erdölnotierungen dürften angesichts der inzwischen unternommenen Anstrengungen der Förderländer zu Produktionsdrosselungen höher als im Vorjahr liegen.



Grafik 28: Quelle: BFS

Bei den importierten Industriegütern ist aufgrund der weltweiten Überkapazitäten nicht mit einem raschen Preisanstieg zu rechnen. Der Einfluss des Auslands dürfte deshalb vorerst noch preisdämpfend wirken, allerdings nicht mehr so stark wie in den vergangenen Monaten.

Vorerst noch freie Kapazitäten auf der Produktionsseite

In der Schweiz schwächte sich das Wirtschaftswachstum im Laufe des Jahres 1998 kontinuierlich ab und lag am Jahresende leicht unter dem Potentialwachstum. Die konjunkturellen Aussichten für 1999 sind gedämpft. Damit dürfte vorerst noch eine negative Outputlücke bestehen bleiben. Gemäss dem Industrietest der KOF/ETH nahm die Kapazitätsauslastung im ersten Quartal weiter ab. Die Unternehmer rechnen bei den im Inland abgesetzten Gütern weiterhin mit sinkenden Preisen, so dass von der Produktionsseite her in den nächsten Monaten kaum ein Teuerungsdruck ausgehen wird. Zwar sind die Erwartungen bezüglich Bestelleingang und Produktion für die kommenden Monate wieder optimistischer; in nächster Zeit ist aber noch nicht mit einer steigenden Kapazitätsauslastung zu rechnen. Auch vom Immobilienmarkt her dürfte in den kommenden Monaten kaum Preisdruck ausgehen.

Verstärkter Preisauftrieb vor allem bei den privaten Dienstleistungen

Infolge der robusten Konsumnachfrage muss vor allem bei den privaten Dienstleistungen mit Preiserhöhungen gerechnet werden, die über den Mehrwertsteuereffekt hinausgehen. Von den Deregulierungsmassnahmen, insbesondere der Öffnung des Telekommunikationsmarktes, dem Abbau von Preisstützungsmassnahmen im Agrarbereich und der Anpassung der Medikamentenpreise gehen aber weiterhin teuerungsdämpfende Einflüsse aus.

Teuerung 1999

Die meisten Konjunkturforschungsinstitute revidierten im Frühjahr 1999 ihre Teuerungsprognosen zusammen mit den Prognosen für das Wirtschaftswachstum nach unten. Sie rechnen neu mit einer durchschnittlichen Jahresteuerung von rund 0,6% für das Jahr 1999.¹ Die Nationalbank erwartet, dass die Konsumteuerung im Laufe des Jahres 1999 etwas anziehen wird. Da die Preise im ersten Quartal mit 0,3% weniger stark stiegen, als erwartet worden war, dürfte die durchschnittliche Jahresteuerung aber unter dem im Dezember prognostizierten Wert von 1% liegen.

¹ Durchschnitt der Prognosen der KOF/ETH, BAK, UBS, OECD und Kommission für Konjunkturfragen (KKF).

Eröffnungsansprache an der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank

Jakob Schönenberger, Präsident des Bankrates

Gehalten in Bern am 23. April 1999

Vor sechs Jahren übernahm ich das Amt des Bankratspräsidenten der Nationalbank. Heute leite ich zum letzten Mal eine Generalversammlung und nehme dies zum Anlass für einen Rückblick auf diesen Zeitabschnitt. Welches waren die markanten Ereignisse der Weltwirtschaft im allgemeinen und der Schweiz im besonderen? Was hat die Nationalbank bewegt? Mit welchen Problemen musste sie fertig werden? Welches sind die wesentlichen Neuerungen?

1 Das Jahr 1993

Blenden wir kurz zurück ins Jahr 1993. Die Lage war damals in verschiedener Hinsicht düster. Die schwache Konjunktur in den OECD-Ländern mit Wirtschaftswachstumsraten um 1% ging einher mit wachsenden Unterschieden zwischen diesen Staaten. In Westeuropa nahm die Arbeitslosigkeit stark zu. Deutschland wie auch Japan befanden sich in einer Rezession. Einzig die USA und Grossbritannien waren im Stadium eines Aufschwungs. Immerhin ging die Teuerung wie schon in den Vorjahren weltweit zurück.

Das Europäische Währungssystem EWS erlebte damals seine bis dahin schwerste Krise. Abwechselnd gerieten verschiedene EWS-Währungen unter Druck. Schliesslich mussten die Bandbreiten massiv ausgeweitet werden. Die meisten Industrieländer lockerten ihre Geldpolitik. Die Nationalbank senkte in jenem Jahr den Diskontsatz in fünf Schritten von 6 auf 4%. In verschiedenen Ländern kamen in diesem Umfeld protektionistische Tendenzen auf.

Im November 1993 trat der Maastrichter Vertrag in Kraft, der die Grundlage für die Schaffung der Europäischen Union (EU) bildete. Das Europäische Parlament wurde stark aufgewertet.

In der Schweiz hellte sich die Wirtschaftslage ab der Jahresmitte 1993 auf. Dennoch ging das reale Bruttoinlandprodukt in jenem Jahr um 0,5% zurück. Am Arbeitsmarkt blieb die Lage düster; die Arbeitslosenquote lag bei 4½%.

Im schweizerischen Bankensektor war der Strukturwandel bereits in vollem Gang. Fusionen und Übernahmen liessen die Zahl der Banken weiter schrumpfen. Das markanteste Ereignis war die Übernahme der Schweizerischen Volksbank durch die Credit Suisse Holding. Mehrere Kantone beschlossen – ganz im Sinn der Nationalbank –, ihre Kantonalbanken der Aufsicht der Eidgenössischen Bankenkommision zu unterstellen.

2.1 Weltwirtschaft

Die folgenden vier Jahre 1994–97 waren durch ein mehrheitlich kräftiges Wachstum der Weltwirtschaft gekennzeichnet, wobei die konjunkturelle Dynamik im Jahr 1995 vielerorts vorübergehend nachliess. Diese Dämpfung war in vielen Industrieländern auf eine restriktivere Fiskalpolitik zurückzuführen. In Deutschland, Japan und der Schweiz, deren Währungen beträchtlich höher bewertet wurden, bremste der Aussenhandel die Konjunkturerholung.

Im übrigen aber nahm das reale Bruttoinlandprodukt in den OECD-Ländern im betrachteten Zeitraum um durchschnittlich 2,8% zu. Besonders ausgeprägt waren sowohl die positiven wie die negativen Ausschläge in den angelsächsischen Ländern. Die Entwicklung auf dem europäischen Kontinent hinkte derjenigen in den USA und in Grossbritannien jeweils hintennach. In Japan vermochte sich die Lage im ganzen Zeitraum nicht nachhaltig zu verbessern, ja sie verschlimmerte sich sogar noch.

Südostasien zeichnete sich anfänglich durch sehr hohe Zuwachsraten, dann durch Überhitzungserrscheinungen aus, und auch in Lateinamerika nahm die Wirtschaftstätigkeit zu. Die Konjunkturbelebung in den OECD-Ländern war in erster Linie eine Folge der wiederhergestellten Preisstabilität, der gelockerten Geldpolitik und des dadurch eingetretenen Rückgangs der Zinssätze.

Die Arbeitslosenquote nahm im Durchschnitt der OECD-Länder, vor allem in den Ländern Kontinentaleuropas, nochmals leicht zu. Die Teuerung war in vielen Staaten auf den tiefsten Stand seit Mitte der 60er Jahre gesunken.

Im Laufe des Jahres 1997 erhöhten sich in verschiedenen Ländern Ostasiens die strukturellen Ungleichgewichte. Sie waren die Vorboten der heute hinlänglich bekannten Asienkrise. Der Anstieg des Dollars verschärfte die Lage zusätzlich. Die Finanzkrise in Asien legte auch Strukturprobleme in Lateinamerika offen.

2.2 Konjunktur Schweiz

In der Schweiz verstärkte sich zunächst der Konjunkturaufschwung, der 1993 in Gang gekommen war. Auch bei uns liessen aber die konjunkturellen Auftriebskräfte schon im Herbst 1994 wieder nach. Das reale Bruttoinlandprodukt wuchs deutlich schwächer als im Durchschnitt der OECD-Länder. Hauptgründe für das im internationalen Vergleich bescheidene Wirtschaftswachstum waren die andauernden Probleme des Immobilienmarktes und der Baubranche, die Sparbemühungen der öffentlichen Haushalte, Strukturanpassungen in der Industrie und im Dienstleistungssektor sowie die aus den Währungsturbulenzen resultierende Frankenstärke.

Anders als in der Weltwirtschaft verschlechterte sich die Konjunkturlage in der Schweiz auch noch im Jahre 1996; die Wachstumsrate unserer Wirtschaft wurde negativ. Die Rezession hatte sowohl konjunkturelle wie strukturelle Ursachen.

Erst 1997 hellte sich die Konjunktur auch bei uns spürbar auf. Die Besserung stützte sich vor allem auf die Exporte, die als Folge des höheren Wirtschaftswachstums im Ausland und der Abschwächung des Frankens im Vorjahr kräftig zunahmen. Auch der private Konsum belebte sich im Laufe des Jahres. Die Ausrüstungsinvestitionen wuchsen erneut. Dagegen verringerten sich die Bauinvestitionen und der staatliche Konsum weiterhin.

Die langfristigen Zinssätze zogen zunächst – das heisst am Anfang der betrachteten Periode 1994–1997 – im Sog der international steigenden Kapitalmarktsätze deutlich an. Dann setzte aber ein Trend sinkender Zinsen ein, der sich bis zum Ende dieses Zeitraumes hinzog. Die Nationalbank senkte im Zuge dieser Entwicklung den Diskontsatz in sechs weiteren Schritten auf schliesslich 1%. Die Teuerung blieb im ganzen Zeitraum unterhalb von 2%. Mit durchschnittlich 0,5% im Jahre 1997 war der tiefste Stand seit Ende der 50er Jahre erreicht.

Am Arbeitsmarkt stabilisierte sich die Lage zunächst. Die Arbeitslosenquote, die im Januar 1994 mit 5% ihren höchsten Stand erreicht hatte, sank bis Ende 1995 kontinuierlich, stieg aber im Jahre 1997 nochmals auf deutlich über 5%. Kantonale Beschäftigungsprogramme und die Konjunkturerholung führten indessen ab 1997 zu einem Rückgang der Zahl der Arbeitslosen in der Statistik.

2.3 Markante Ereignisse in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten

Welches waren die markanten Ereignisse in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten? Lassen wir einige Revue passieren:

Am 1. Januar 1994 trat der Vertrag über den Europäischen Wirtschaftsraum EWR in Kraft. Die zwölf EG- und fünf der Staaten der Europäischen Freihandelsassoziation EFTA beteiligten sich daran. Mit diesem Vertrag wurden bekanntlich bezüglich Waren-, Dienstleistungs-, Kapital- und Personenverkehr für die teilnehmenden Staaten binnenmarktähnliche Verhältnisse geschaffen. Die Schweiz beteiligte sich nicht am EWR, sondern versuchte ihr Verhältnis zur EU durch bilaterale Verhandlungen zu gestalten.

Ebenfalls auf Anfang 1994 begann die zweite Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion, in welcher das Europäische Währungsinstitut (EWI) seine Tätigkeit aufnahm. Dieses Institut hatte die Hauptaufgabe, die Grundlagen für eine gemeinsame Geldpolitik der Europäischen Zentralbank EZB zu schaffen, die Zusammenarbeit zwischen den nationalen Zentralbanken zu verstärken, das Funktionieren des Europäischen Währungssystems zu überwachen sowie die Effizienz der grenzüberschreitenden Zahlungssysteme zu erhöhen.

Während die Lage im Wechselkursmechanismus des EWS im allgemeinen ruhig blieb, machte der Dollar an den Devisenmärkten im Jahre 1994 durch einen starken Kursrückgang von sich reden. Von Januar bis Dezember verlor er gegenüber dem Schweizer Franken knapp 10% seines Wertes.

Am 1. Januar 1995 traten Österreich, Finnland und Schweden, die bis zu jenem Zeitpunkt der Europäischen Freihandelsassoziation (EFTA) angehört hatten, der Europäischen Union bei. Die EFTA bestand somit noch aus Norwegen, Island, Liechtenstein und der Schweiz.

Anfang 1995 geriet Mexiko in eine Finanzkrise. An den Hilfsmassnahmen des IWF und der BIZ beteiligte sich auch die Nationalbank. Die Krise erschütterte vorübergehend das Vertrauen in die rasch wachsenden Finanzmärkte der Schwellenländer und löste eine massive Abwertung des Dollars aus. Um den Dollar zu stützen, intervenierten die Zentralbanken der grossen Industrieländer im Rahmen konzertierter Aktionen mehrmals an den Devisenmärkten. Ende Jahr hatte der Dollar gegenüber dem Franken im Vorjahresvergleich dennoch um über 14% an Wert eingebüsst. Auch im Wechselkursmechanismus des EWS traten verschiedentlich Spannungen auf.

Die Europäische Union setzte die Vorbereitungsarbeiten für die Einführung der gemeinsamen Währung fort. Das geldpolitische Konzept der EZB sieht eine Kombination von Inflations- und Geldmengenziel vor. Preisstabilität definiert die EZB als Anstieg des Konsumentenpreisindex von höchstens 2% pro Jahr. Sie legt einen Referenzwert für das Wachstum des Geldaggregates M_3 fest. Offenmarktgeschäfte, im wesentlichen kurzfristige Pensionsgeschäfte, wurden als wichtigstes Instrument der EZB vorgesehen.

Erwähnenswert ist auch die Entwicklung der Aktienmärkte. Mit Ausnahme des Jahres 1994 stiegen die Kurse in den meisten Ländern während der ganzen Betrachtungsperiode an. Ab 1995 wirkten sich die sinkenden Zinssätze günstig auf das Börsengeschehen aus. In der Schweiz erreichte der Swiss Performance Index mehrere Jahre hintereinander zweistellige Zuwachsraten. Erst 1997 traten infolge der Krise in Ostasien weltweit Kurseinbrüche auf.

2.4 Strukturentwicklungen Schweiz

Im Schweizer Bankensektor setzte sich der Strukturwandel fort. Insbesondere die Grossbanken kündigten Restrukturierungen im Inlandgeschäft und die Schliessung einer grossen Zahl von Filialen an. Damit ging ein erheblicher Abbau von Arbeitsplätzen im Bankensektor einher.

Verschiedene Übernahmen erhöhten die Konzentration weiter. Erwähnenswert ist die Übernahme der Aktienmehrheit der Solothurner Kantonalbank (SKB) durch die Solothurner Bank, eine Tochter des einstigen Schweizerischen Bankvereins (1994). Dadurch wurde erstmals ein Staatsinstitut in Privatbesitz übergeführt. Die Rolle der Kantonalbanken im wettbewerbsintensiveren Umfeld wurde darauf vermehrt diskutiert. Die Kartellkommission gelangte in einem Bericht zur Stellung der Kantonalbanken im Bankgewerbe zum Schluss, die Staatsgarantie und die Haftung der Kantone gegenüber den Kantonalbanken führten zu ungerechtfertigten Marktverzerrungen und seien deshalb aufzuheben oder zumindest einzuschränken (1995). Weitere Kantonalbanken wurden in der Folge ganz oder teilweise privatisiert.

Die Neue Aargauer Bank – damals die grösste Regionalbank der Schweiz – wurde im November 1994 von der CS Holding übernommen. Im weiteren wurde die Holding der Schweizer Regionalbanken (RBA) gegründet. Ihr traten damals zwei Drittel der Regionalbanken bei. Die meisten der übrigen Regionalban-

ken sicherten sich eine Beteiligung oder die Kooperation mit grösseren Banken. Verschiedene Banken vereinbarten auch einen Ausbau ihrer Zusammenarbeit mit Lebensversicherungsgesellschaften oder kooperierten mit ausländischen Banken.

Die Zusammenschlüsse grosser Unternehmen der Finanzbranche erreichten in der Schweiz ihren bisherigen Höhepunkt mit der Fusion der Credit Suisse-Gruppe und der Winterthur-Versicherung sowie der Schweizerischen Bankgesellschaft und des Schweizerischen Bankvereins zur UBS. Mit letzterem entstand eines der grössten Finanzinstitute der Welt (1997).

Der Rationalisierung konnte sich auch die Börse nicht entziehen: Ende 1995 nahm die Elektronische Börse Schweiz (EBS) ihren Betrieb auf, kurze Zeit später wurde der Börsenhandel von einem System à la criée vollständig auf ein elektronisches System umgestellt.

2.5 Ereignisse im engeren Umfeld der Nationalbank

Auch im engeren Umfeld der Nationalbank war vieles im Fluss. Im Oktober 1995 begannen wir mit der Ausgabe einer neuen Banknotenserie. Im letzten Jahr wurde die Serie mit der Ausgabe der 100er-Note abgeschlossen. Die Schweiz verfügt damit sicherheitstechnisch über das weltweit wohl modernste papierene Barzahlungsmittel.

Von grosser Tragweite für die Nationalbank wie für die Schweiz als Ganzes war die Diskussion über die Finanzbeziehungen der Schweiz im Zweiten Weltkrieg. Verschiedene Aspekte wurden erörtert: Umfang und Schicksal der Vermögenswerte, die Opfern der nationalsozialistischen Herrschaft gehörten und vor oder während des Zweiten Weltkriegs in der Schweiz deponiert wurden, die Goldtransaktionen der Nationalbank während des Krieges sowie die Frage von in die Schweiz gebrachten Nazi-Vermögen. Die Diskussion löste Aktivitäten auf breiter Front aus. Ich erinnere an die Einsetzung eines Komitees zur Abklärung von Vermögenswerten ohne Kundenkontakt bei Schweizer Banken sowie einer Historikerkommission, die das Schicksal der im Zusammenhang mit der nationalsozialistischen Herrschaft in die Schweiz gelangten Vermögenswerte untersucht. Ein Fonds für die Opfer des Holocaust, an dem sich auch die Nationalbank beteiligte, wurde geäufnet.

International blieb die Nationalbank im Rampenlicht durch die gegen sie in den USA eingereichte Sammelklage von Opfern des Holocaust. Mit dem abgeschlossenen Vergleich zwischen den Klägern und den Grossbanken hat sich die Intensität dieser Diskussion deutlich vermindert.

Auf gesetzgeberischer Ebene kamen die Arbeiten zur Revision der Bundesverfassung inklusive Geld- und Währungsverfassung in Gang. Der Bundesrat verabschiedete Ende 1996 den überarbeiteten Entwurf zusammen mit der Botschaft. Aufgrund zweier parlamentarischer Initiativen wurde die Reform des Münz- und des Notenbankartikels zusätzlich als separates Paket behandelt, so dass diese Arbeiten seither zweigleisig verliefen.

Mit der Teilrevision des Nationalbankgesetzes von 1997 konnte die gesetzliche Höchstlaufzeit von bis anhin zwölf Monaten für leicht handelbare Auslandsanlagen aufgehoben werden. Die Nationalbank war fortan in der Lage, Devisenanlagen mit längerer Laufzeit zu tätigen und so höhere Erträge zu erzielen. Auch der Einsatz von Derivaten zur Steuerung der Marktrisiken auf den Devisenreserven sowie eine aktivere Bewirtschaftung der Goldbestände durch das Ausleihen von Gold wurden nun möglich und führten zu Ertragssteigerungen.

Fazit

Ich schliesse den Rückblick hier ab. Die jüngsten Entwicklungen klammere ich bewusst aus; sie kommen teilweise im Referat des Präsidenten des Direktoriums zur Sprache.

Alles in allem gesehen, ergeben die letzten sechs Jahre das Bild einer wahrlich bewegten und bewegenden Zeit. Stichworte wie Globalisierung, Vernetzung, Rationalisierung, Allfinanz, Auflösung alter Strukturen und die Schaffung neuer sowie Vergangenheitsbewältigung sind bezeichnend für diese Phase. Bei der Lösung vieler Probleme konnten wir einen direkten Beitrag leisten. Naturgemäss harren aber etliche weitere Fragen einer Antwort. Der schweizerische Weg und der Weg der Nationalbank sind – im neuen europäischen Umfeld – nicht einfacher geworden. Die Notenbankpolitik bleibt eine Herausforderung.

Referat an der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank

Hans Meyer, Präsident des Direktoriums

Gehalten in Bern am 23. April 1999

Die wirtschaftliche Erholung in der Schweiz setzte sich letztes Jahr trotz einem schwierigen internationalen Umfeld fort. Zu dieser erfreulichen Entwicklung haben günstige monetäre Rahmenbedingungen massgeblich beigetragen.

Nach dem Rückblick auf das wirtschaftliche Geschehen in unserem Lande und auf unsere Geldpolitik werde ich auf die wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Probleme in verschiedenen Regionen der Welt eingehen, die das Berichtsjahr 1998 entscheidend geprägt haben. Sodann werde ich zwei Themen nochmals aufnehmen, über die ich bereits vor einem Jahr gesprochen habe. Es handelt sich um die Reform der Währungsverfassung sowie die Auseinandersetzung mit unserer Vergangenheit.

1 Die Wirtschaftslage in der Schweiz

Nach den bisherigen Schätzungen erhöhte sich das reale Bruttoinlandprodukt der Schweiz im Jahre 1998 um gut 2%. Das Wachstum unserer Wirtschaft war damit stärker als im Vorjahr. Die Krisen in verschiedenen Regionen der Welt hinterliessen allerdings auch bei uns deutliche Spuren. Nach der kräftigen Erholung im Jahre 1997 kam das Exportwachstum bis zum Ende des Berichtsjahres zum Stillstand. Die negativen Einflüsse wurden jedoch durch die günstige Entwicklung der Binnenwirtschaft aufgewogen. Entscheidende Impulse gingen dabei von den tiefen Zinssätzen, dem stabilen Preisniveau und den wieder steigenden Einkommen der Haushalte aus.

Der private Konsum bildete eine wichtige Stütze der Konjunktur. Dank der besseren Lage am Arbeitsmarkt hellte sich die Konsumentenstimmung weiter auf. Die Turbulenzen auf den Finanzmärkten, die im Sommer ausbrachen, vermochten das neu gewonnene Vertrauen kaum zu trüben. Auch die Investitionstätigkeit der Unternehmen blieb bemerkenswert lebhaft. Die wichtigsten Impulse gingen dabei von den Dienstleistungen aus, während die Dynamik im industriellen Sektor aufgrund der verschlechterten Aussichten nachliess. In der Bauwirtschaft kamen die rezessiven Tendenzen zum Stillstand, doch fiel die Erholung noch schwach aus. Im privaten Bau zog die Nachfrage leicht an. Demgegenüber verlor der Tiefbau, der 1997 durch das Impulsprogramm gestützt worden war, an Schwung. Die verstärkte Binnennachfrage führte zu einem kräftigen Anstieg der Importe, und das Defizit der Handelsbilanz weitete sich ent-

sprechend aus. Eine ähnliche Entwicklung war in den meisten anderen Industriestaaten zu beobachten. Auf der anderen Seite wiesen viele Schwellenländer, deren Währungen zuvor massiv an Wert verloren hatten, wachsende Überschüsse im Aussenwirtschaftsverkehr auf. Diese gegenläufige Entwicklung widerspiegelt den internationalen Anpassungsmechanismus. Er ermöglicht es den Schwellenländern, ihre wirtschaftliche Krise zu überwinden und den Weg zurück auf einen ausgewogenen Wachstumspfad zu finden. In den Industriestaaten führt er allerdings zu vorübergehenden Wachstumseinbussen.

Im Zuge der wirtschaftlichen Erholung sank die Arbeitslosenquote in der Schweiz von 5% Ende 1997 auf gegenwärtig etwas mehr als 3%. Der überraschend starke Rückgang ist teilweise auf statistische Gründe zurückzuführen. Erwerbslose Personen, die an kantonalen Beschäftigungsprogrammen teilnehmen oder aber einem Zwischenverdienst nachgehen, werden von der Statistik nicht als erwerbslos erfasst. Sodann ist die Zahl der ausgesteuerten Arbeitslosen, die ebenfalls nicht in der Statistik erscheinen, mit rund 40 000 etwa doppelt so hoch wie im Vorjahr. Trotzdem wurde die Wende am Arbeitsmarkt klar ersichtlich. Die Beschäftigung nahm erstmals in diesem Jahrzehnt wieder zu, und die Zahl der offenen Stellen erhöhte sich. Die erfreuliche Entwicklung stellt der Flexibilität unseres Arbeitsmarktes, bzw. seiner Partner auf Arbeitgeber- und Arbeitnehmerseite, ein gutes Zeugnis aus. Allerdings bleibt der Strukturwandel spürbar. Von ihm werden in erster Linie weniger qualifizierte Arbeitskräfte betroffen. Die Arbeitsmarkt- und vor allem die Bildungspolitik müssen dieser Tatsache Rechnung tragen.

2 Die Geldpolitik

Für das Jahr 1998 hatten wir eine Fortsetzung der tendenziell grosszügigen Geldpolitik angekündigt. Wir beabsichtigten, das Geldangebot an die Zunahme der Nachfrage anzupassen und damit die kurzfristigen Zinssätze weiterhin tief zu halten.

Im Jahresdurchschnitt entwickelte sich das wirtschaftliche Wachstum unseren Erwartungen entsprechend. Im Laufe des Jahres nahmen aber die konjunkturellen Risiken zu. Wie erwähnt wurden die Auswirkungen der Krise in Ostasien auf die Exportwirtschaft immer deutlicher. Sodann begann sich der Schweizerfranken unter dem Einfluss der Finanzmarkturbulenzen ab der Jahresmitte deutlich aufzuwerten. Vom Juli bis Oktober stieg der reale, export-

gewichtete Wechselkurs um 5%. Um die wirtschaftliche Erholung nicht zu gefährden, wirkten wir der Aufwertungstendenz mit einer zusätzlichen Geldversorgung entgegen. Wir haben auch der Tatsache Rechnung getragen, dass die Banken in einem zunehmend unsicheren Umfeld vermehrt Notenbankgeld als Vorsichtskasse halten wollten. Im vierten Quartal beruhigte sich die Lage an den Finanzmärkten spürbar. Dazu trug vor allem die Senkung der offiziellen Sätze durch die amerikanischen Währungsbehörden bei. Damit liess auch der auf dem Schweizerfranken lastende Aufwertungsdruck nach.

Während die kurzfristigen Zinssätze im Jahresmittel nur wenig unter dem Vorjahresstand lagen, bildeten sich die langfristigen Zinsen deutlich zurück. Mit 2,8% fiel die Durchschnittsrendite der Bundesobligationen auf den tiefsten Stand seit Ende der fünfziger Jahre. Dieser Rückgang war zu einem wesentlichen Teil auf die vermehrte Präferenz der Anleger für sichere Staatspapiere zurückzuführen. Er wurde aber auch von den rückläufigen Teuerungserwartungen beeinflusst. Positiv haben sich sodann die fortgesetzten Bemühungen um die Sanierung der Bundesfinanzen ausgewirkt. Trotz der erwähnten Aufwertungstendenz im zweiten Halbjahr übertraf der reale, exportgewichtete Wechselkurs des Schweizerfrankens den Vorjahresstand nur leicht. Damit waren die monetären Rahmenbedingungen alles in allem genommen noch etwas günstiger als im Jahre 1997.

Der Landesindex der Konsumentenpreise blieb im letzten Jahr unverändert, nachdem er im vorangegangenen Jahr noch um knapp ein halbes Prozent gestiegen war. Dabei fiel vor allem der starke Rückgang der Erdölpreise ins Gewicht. Preisdämpfend wirkten auch die anhaltend sinkenden Preise im Bereiche der Telekommunikation. Diese glichen die leicht anziehenden Preise bei den privaten Dienstleistungen aus. Am Anfang des laufenden Jahres führte die Erhöhung der Mehrwertsteuer erwartungsgemäss zu einem Anstieg der Konsumentenpreise. Diese Auswirkungen waren aber bis anhin bescheiden.

Für das laufende Jahr haben wir wiederum eine tendenziell grosszügige Geldpolitik in Aussicht genommen. Damit tragen wir der erwarteten konjunkturellen Abflachung Rechnung. Wir gehen von einem realen Wachstum von 1,5% aus. Die Auslastung der verfügbaren gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten dürfte moderat bleiben und deshalb keinen neuen Teuerungsdruck auslösen. Auch die monetären Indikatoren, vor allem die voraussichtlich mässig wachsende Geldmenge M_3 , stehen in Einklang mit dem beabsichtigten Kurs. In letzter Zeit haben wir

einen Rückgang der Geldmarktsätze zugelassen und im Gleichschritt mit der Europäischen Zentralbank den Diskontsatz um 0,5 Prozentpunkte auf 0,5% verringert.

Anfang 1999 erfolgte die Einführung des Euro bemerkenswert reibungslos. Seither bewegt sich der Frankenkurs des Euro in einem stabilen Rahmen. Die Aussichten dafür sind gut, dass das auch im weiteren Verlauf des Jahres der Fall sein wird. Diese Zuversicht beruht vor allem auf der Überlegung, dass die Europäische Zentralbank und die Schweizerische Nationalbank sowohl in bezug auf die Zielsetzungen als auch auf der operativen Ebene eine vergleichbare Geldpolitik führen. Beide streben im Interesse einer ausgewogenen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung ein hohes Mass an Preisstabilität an.

Die Verwirklichung der Europäischen Währungsunion stellt für die Europäische Union und auch für die Schweiz eine bedeutende Zäsur dar. Auch wenn der Euro gute Aussichten hat, eine stabile Währung zu werden, dürfen Überraschungen nicht ausgeschlossen werden. Wir verfolgen die weitere Entwicklung aufmerksam und werden ihr bei unseren regelmässigen Lagebeurteilungen Rechnung tragen.

3 Die internationale Entwicklung

Auch das vergangene Jahr stand im Zeichen von wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Krisen in verschiedenen Teilen der Welt, die sich nicht zuletzt auf das Geschehen an den Finanzmärkten auswirkten. Die krisenhaften Entwicklungen hatten bekanntlich 1997 in Thailand ihren Anfang genommen. In der Folge griffen sie auf Südkorea, Indonesien und Malaysia über. Im Berichtsjahr waren sodann vor allem Russland und Brasilien betroffen.

Sowohl in Russland als auch in Brasilien sind ungesunde öffentliche Finanzen die Hauptursache der Schwierigkeiten. Im bestehenden gesellschaftlichen Umfeld ist es Russland in den vergangenen Jahren nicht gelungen, den öffentlichen Haushalt in Ordnung zu bringen. Ein kompliziertes Steuersystem und die mangelnde Konsequenz bei der Umsetzung führten dazu, dass die Steuereinnahmen regelmässig hinter den Erwartungen zurückblieben. Auch das letzte Sanierungsprogramm des Internationalen Währungsfonds brachte keine Besserung. Es wurde im Sommer des vergangenen Jahres abgeschlossen und zu einem wesentlichen Teil unter Inanspruchnahme der Allgemeinen Kreditvereinbarungen finanziert. Die Schweiz hat sich als Mitglied der Zehnergruppe

mit einem Anteil von 750 Mio. Franken beteiligt. Mitte August wurde die Bindung des Rubels an den Dollar gelockert und schliesslich ganz aufgehoben. In der Folge wertete sich die russische Währung stark ab. Mit einem Moratorium setzte die russische Regierung die Rückzahlung der Schulden des russischen Privatsektors gegenüber privaten Gläubigern im Ausland aus.

In der zweiten Hälfte des Berichtsjahres spitzte sich auch die Krise in Brasilien zu. Der hohe Fehlbetrag im öffentlichen Haushalt und das bedeutende Leistungsbilanzdefizit führten im In- und Ausland zu einer kritischeren Lagebeurteilung. Dadurch geriet die brasilianische Währung unter Druck.

Im Bestreben, zur Sanierung der Verhältnisse beizutragen und gleichzeitig eine Abwertung des Real zu unterbinden, wurde ein internationales Finanzpaket geschnürt. Die Schweiz beteiligte sich daran mit Krediten im Rahmen des Währungshilfebeschlusses und der Neuen Kreditvereinbarungen des Währungsfonds. Dieser Hilfe war allerdings nur ein kurzer Erfolg beschieden. Zu Beginn des laufenden Jahres musste auch im Falle des Real die Bindung an den Dollar gelöst werden, was eine starke Abwertung zur Folge hatte.

Auch die erwähnten ostasiatischen Staaten haben eine schwierige Zeit hinter sich. Immerhin scheinen diejenigen unter ihnen, die mit dem Währungsfonds ein Sanierungsprogramm abgeschlossen und in der Folge konsequent mit dessen Umsetzung begonnen haben, die Talsohle hinter sich zu haben. Ein erheblicher Teil der Kursverluste der betreffenden Währungen wurde wieder gut gemacht, und die Finanzmärkte stabilisierten sich. Die Reformen im Finanzbereich machen Fortschritte. Die Aussichten für die weitere Entwicklung sind deshalb nicht ungünstig.

Die Krisen der vergangenen Jahre liessen nicht zuletzt Zweifel an der Funktionsfähigkeit des internationalen Währungs- und Finanzsystems aufkommen. Kritisch wurde etwa auf die übereilte Öffnung bisher geschützter Volkswirtschaften für die internationalen Kapitalbewegungen, auf ein problematisches Risikoverhalten internationaler Investoren und auf der Situation nicht angepasste Sanierungsprogramme des Währungsfonds hingewiesen.

Diese Kritik ist nicht völlig unberechtigt. So haben wir etwa im Rahmen des Währungsfonds wiederholt vor einer übereilten Öffnung der Kapitalmärkte gewarnt. Eine Liberalisierung ist zwar grundsätzlich erwünscht, sie kann aber nur erfolgreich sein, wenn die Verhältnisse gesamtwirtschaftlich und vor

allem in bezug auf die Finanzmärkte einigermaßen stabil sind.

Internationale Investoren unterschätzen häufig die Risiken, die mit Engagements in Schwellenländern verbunden sind. Die Bedeutung eines angemessenen Gleichgewichtes zwischen wirtschaftlicher und gesellschaftlicher Entwicklung wird oft zu wenig beachtet. Sodann verlässt man sich zu leicht auf offizielle oder inoffizielle Garantien der Schuldnerländer. In bezug auf den Währungsfonds wird vermutet, dass er in jedem Falle unterstützend zur Verfügung stehe. Die Erfahrungen der jüngsten Zeit werden Anlass geben, die gebotenen Lehren zu ziehen.

Wenn auch die Kritik an der Politik des Währungsfonds nicht unverständlich ist, so erscheint sie doch häufig als übertrieben. Seit ihrer Gründung vor einem halben Jahrhundert befindet sich diese Institution im Spannungsfeld zwischen der Betonung der Eigenverantwortung eines Mitgliedlandes und der Bereitschaft, mit Kredithilfen zur Erleichterung von Anpassungsprozessen beizutragen. Dabei ist zu beachten, dass der Währungsfonds letztlich nicht in der Lage ist, seinen Empfehlungen Nachachtung zu verschaffen, und dass seine Mittel, an den Ansprüchen gemessen, immer knapp sein werden.

Ausreichend stabile Wechselkursbeziehungen sind eine wesentliche Voraussetzung für die zwischenstaatliche wirtschaftliche Zusammenarbeit. Dabei wird gelegentlich übersehen, dass es in erster Linie die einzelnen Länder sind, die mit einer dauerhaft soliden Wirtschaftspolitik die notwendigen Voraussetzungen schaffen müssen. Institutionelle Regelungen sind dafür kein Ersatz. Deshalb ist dem Vorschlag, Zielzonen für die Wechselkurse der wichtigsten Währungen einzuführen, mit Skepsis zu begegnen. Der internationalen Zusammenarbeit ist am besten gedient, wenn die einzelnen Länder zuerst und vor allem das eigene Haus in Ordnung halten.

4 Die Reform der Währungsverfassung

Die Anpassung der schweizerischen Währungsverfassung an die Erfordernisse unserer Zeit ist auf gutem Wege. Die Zustimmung von Volk und Ständen zur Reform der Bundesverfassung stellt einen wesentlichen Schritt dar. Die neue Verfassung enthält einen nachgeführten Geld- und Währungsartikel, der der gelebten Geld- und Währungsordnung Rechnung trägt. Die überholte Bindung des Frankens an das

Gold wird auf Verfassungsebene aufgehoben. Es bedarf allerdings noch einer neuen gesetzlichen Grundlage, um die Voraussetzungen für die Neubewertung des Goldes sowie für eine bessere Bewirtschaftung des Goldbestandes zu schaffen.

In den vergangenen Monaten ist auch die separate Reform der Währungsverfassung, die der Bundesrat dem Parlament mit seiner Botschaft vom Mai 1998 unterbreitet hat, gut vorangekommen. Zwar gab die vom Bundesrat beantragte Präzisierung des Auftrages der Nationalbank zu Diskussionen Anlass. National- und Ständerat erachteten jedoch die vorgeschlagene Fassung mehrheitlich als ausgewogen. Danach soll die Nationalbank die Geld- und Währungspolitik im Gesamtinteresse des Landes führen, wobei das Ziel der Preisstabilität vorrangig ist. Mit dieser Formulierung wird die Ausrichtung auf das Gesamtinteresse betont. Gleichzeitig wird zum Ausdruck gebracht, dass die Geldpolitik mit der Gewährleistung von Preisstabilität den besten Beitrag zu einer ausgewogenen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung zu leisten vermag. Unter Preisstabilität verstehen wir eine Teuerung von unter 2%. Einmal mehr möchte ich betonen, dass die Gewährleistung von Preisstabilität nicht zuletzt im Interesse der schwächeren Glieder der Gemeinschaft liegt.

Auch die separate Reformvorlage enthält die bisherige Regel für die Gewinnverteilung. Diese sieht bekanntlich vor, dass zwei Drittel des Reingewinnes der Nationalbank an die Kantone und ein Drittel an den Bund fließen. Die eidgenössischen Räte stimmten ausserdem der beantragten neuen Vorschrift zu, dass die Nationalbank die für die Erfüllung ihres Auftrages notwendigen Währungsreserven zu halten habe, einen Teil davon in Gold.

Ein Teil der bisherigen Währungsreserven in der Grössenordnung der Hälfte des heutigen Goldbestandes von 2600 Tonnen steht in Zukunft für andere öffentliche Zwecke zur Verfügung. Im Blick auf die künftige Verwendung dieser Aktiven soll nach dem Willen von National- und Ständerat eine besondere Verfassungsgrundlage geschaffen werden, die eine Abweichung von der genannten Gewinnverteilungsregel ermöglicht. Während der Nationalrat den vom Bundesrat vorgeschlagenen Geld- und Währungsartikel mit einem entsprechenden Absatz ergänzte, beschloss der Ständerat, eine Übergangsbestimmung in die Verfassung aufzunehmen. Diese bezieht sich ausdrücklich auf diejenigen Reserven, die zum Zeitpunkt des Inkrafttretens des neuen Währungsartikels nicht weiter für währungspolitische Zwecke benötigt werden. Sie betont damit zu Recht die Einmaligkeit

der Zuweisung überschüssiger Währungsreserven für andere öffentliche Zwecke.

5 Die Auseinandersetzung mit der Vergangenheit

Im Berichtsjahr hat uns die Auseinandersetzung mit der Vergangenheit weiter beschäftigt.

Im Frühjahr hat die unabhängige Expertenkommission Schweiz – Zweiter Weltkrieg ihren Zwischenbericht zu den Goldtransaktionen im Zweiten Weltkrieg veröffentlicht. Der Bericht hat alles in allem genommen die bereits bekannten Tatsachen bestätigt. Darüber hinaus hat er in zweierlei Hinsicht Akzente gesetzt. Einmal erachtet er das Argument der Gutgläubigkeit der damals Verantwortlichen als nicht haltbar. Sodann beziffert er den Anteil des Goldes aus Konzentrationslagern, der in den Lieferungen der Deutschen Reichsbank von insgesamt 336 Tonnen enthalten war und in deren Depot bei der Nationalbank floss, auf rund 120 Kilogramm. Der Bericht erwähnt allerdings ausdrücklich, dass kein Anlass für die Vermutung bestehe, dass sich die damals Verantwortlichen der Herkunft dieses Goldes bewusst gewesen seien.

Zum Zwischenbericht haben wir öffentlich Stellung genommen. Wir haben dabei die Auffassung vertreten, dass kein Anlass bestehe, die bisherige Beurteilung der Politik der Nationalbank im Zweiten Weltkrieg grundlegend zu ändern. Entsprechend erachteten wir die bis anhin ergriffenen Massnahmen als angemessen. Gleichzeitig bekräftigten wir unseren Willen, die Anstrengungen zur Klärung dieses Kapitels in der Geschichte der Nationalbank weiterhin zu unterstützen.

Im Laufe des Jahres hatten wir uns sodann eingehend mit der Lage zu befassen, die durch die Einreichung einer Sammelklage gegen die Schweizerische Nationalbank in den Vereinigten Staaten entstanden war.

In bezug auf die Rechtslage haben wir die Auffassung vertreten, dass wir als Zentralbank eines souveränen Staates in den Vereinigten Staaten Immunität beanspruchen können. Grundsätzlich haben wir die Zuständigkeit eines amerikanischen Gerichtes zur Behandlung einer solchen Klage angezweifelt. Wir haben deshalb unsere Entschlossenheit bekundet, der Sammelklage mit den uns zur Verfügung stehenden Rechtsmitteln entgegenzutreten.

In der Folge haben die ebenfalls mit Sammelklagen konfrontierten Grossbanken einen Vergleich abgeschlossen. Wir haben für die Bemühungen der Banken um eine aussergerichtliche Lösung immer Verständnis bekundet. Entsprechend haben wir das Ergebnis begrüsst. Die Tatsache, dass die gegen uns gerichtete Sammelklage in den Vergleich einbezogen wurde, haben wir mit Befriedigung zur Kenntnis genommen.

Wir haben an den Vergleichsverhandlungen nicht teilgenommen und auf eine Beteiligung an den Kosten des Vergleiches verzichtet. Mit einer Beteiligung hätten wir dem Vergleich einen offiziellen Charakter gegeben, was unseres Erachtens nicht im Interesse des Landes lag.

Auch im Verlaufe der Auseinandersetzungen des Berichtsjahres haben wir wiederholt betont, dass wir die dunklen Seiten im Verhalten der Nationalbank während den schwierigen Kriegsjahren bedauern. Aus unserer Sicht bleiben die noch in Gang befindlichen offiziellen Bemühungen geeignet, zu einer überzeugenden Bewältigung unserer Vergangenheit beizutragen. Zu gegebener Zeit werden Regierung, Parlament und Volk Gelegenheit haben, eine abschliessende Würdigung vorzunehmen und über in die Zukunft weisende Schritte zu befinden.

Ausblick

Auch das vergangene Jahr präsentiert sich als eine Mischung aus Kontinuität und Wandel. Alles in allem genommen verlief das wirtschaftliche Geschehen in unserem Lande im erwarteten Rahmen. Nach Jahren der Stagnation und des ausgeprägten Strukturwandels hat unsere Wirtschaft wieder Tritt gefasst. Das schwierige internationale Umfeld hat allerdings dazu beigetragen, dass die Erholung noch wenig fundiert ist. Weiterhin gilt es, die Voraussetzungen für den wirtschaftlichen Erfolg im menschlichen und sachlichen Bereich zu pflegen. Dabei sind sowohl das Erfordernis der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit als auch das Gebot der sozialen Verträglichkeit im Auge zu behalten. Nur so kann der gesellschaftliche Zusammenhalt gewahrt werden.

Aus den Ereignissen im engeren und weiteren internationalen Umfeld sind die gebotenen Schlüsse zu ziehen. Die grundsätzlich erwünschte internationale Zusammenarbeit kann nur nachhaltig gesichert werden, wenn es den einzelnen Ländern gelingt, zuerst und vor allem das eigene Haus in Ordnung zu halten. Dazu ist in vielen Fällen Hilfe von aussen notwendig. Sie kann jedoch nur als Ergänzung zur Selbsthilfe erfolgreich sein. Bei der Umsetzung solcher Einsichten handelt es sich um einen langen und mühsamen Prozess. Es wäre jedoch eine Illusion zu glauben, dass es dafür eine einfache und gar noch billige Alternative gäbe.

Zum Abschluss meiner Ausführungen danke ich allen denjenigen, die uns bei der Erfüllung unseres Auftrages mit Rat und Tat unterstützt haben. Ihnen, liebe Aktionärinnen und Aktionäre, danke ich für das Interesse an unserer Arbeit, das Sie uns einmal mehr mit Ihrer Anwesenheit bezeugen.

Die Auswirkungen der Volatilität des Wechselkurses auf den Schweizer Aussenhandel: Schätzungen mit einem multivariaten Ansatz

von Andreas Fischer, Ressort Volkswirtschaftliche Studien,
Schweizerische Nationalbank

In Diskussionen über Wechselkurssysteme wird als Nachteil flexibler Wechselkurse regelmässig die Unsicherheit erwähnt, die sich für Unternehmen und Haushalte aus den Schwankungen des Wechselkurses ergibt. Dieses Wechselkursrisiko, so wird argumentiert, erschwert den internationalen Handel und reduziert die Wohlfahrtsgewinne aus dem internationalen Warentausch.

Verschiedene Studien haben die Frage der Auswirkungen der Wechselkursvolatilität empirisch untersucht. Sie decken eine grosse Zahl von Ländern und Zeitperioden ab und arbeiten mit einer breiten Auswahl an Methoden (siehe Côté, 1994). Dabei fällt eine Diskrepanz auf zwischen den empirischen Ergebnissen, die keine eindeutigen Schlussfolgerungen zulassen, und der traditionellen Auffassung, wonach die Wechselkursvolatilität den Export negativ beeinflusst.

Methodisch unterscheiden sich die Studien unter anderem darin, wie die Wechselkursvolatilität gemessen wird. In den meisten Fällen wird eine gleitende Standardabweichung der vergangenen Veränderungen des Wechselkurses verwendet, die anschliessend als erklärende Variable zur Erklärung der Exportvolumen eingesetzt wird. In der Regel führt ein solches zweistufiges Verfahren allerdings zu ineffizienten Schätzungen. Die vorliegende Notiz folgt deshalb dem Vorgehen von Kroner und Lastrapes (1993) und behandelt die Frage im Rahmen eines empirischen Modells, das die gemeinsame Schätzung der Zusammenhänge zwischen dem Aussenhandel und der Volatilität sowie zwischen der erwarteten Volatilität und Informationen aus der Vergangenheit erlaubt. Die Varianz, die den Schweizer Aussenhandel beeinflusst, ist in diesem Fall also gleich jener, die durch das Modell vorausgesagt wird. Das Modell ist ein multivariates GARCH-Modell, in dem die modellkonsistente Varianz des Wechselkurses in die (Mittelwert-)Gleichungen zur Bestimmung des Exportvolumens und der Exportpreise eingeht (GARCH-in-mean). Die Aussagen des Modells beschränken sich auf die Frage, ob die Volatilität des Wechselkurses, die durch die Varianz der Wechselkursänderungen modelliert wird, den Aussenhandel beeinflusst. Aus der Studie kann jedoch keine Aussage über die Beziehung zwischen dem Niveau des Wechselkurses und den Exporten abgeleitet werden.

Der Beitrag ist in fünf Teile gegliedert. Im ersten Teil wird die theoretische Literatur zum Zusammenhang zwischen Wechselkursvolatilität und Aussenhandel (Exportvolumen und -preise) kurz zusammengefasst. Anschliessend wird das empirische

Modell vorgestellt. Der dritte Teil enthält Ausführungen zu den Daten und zu verschiedenen Spezifikationstests. Die empirischen Resultate der akzeptierten Spezifikation des Modells werden im vierten Teil präsentiert. Der fünfte Teil enthält Schlussbemerkungen.

1 Theoretischer Hintergrund

Die theoretische Literatur zum Zusammenhang zwischen Wechselkursrisiko und Aussenhandel erhielt vor rund 20 Jahren einen wesentlichen Impuls durch Hooper und Kohlhagen (1978). Die beiden Autoren modellieren Import- und Exportfunktionen für ein international gehandeltes Gut und eine Welt, in der die Wechselkursvolatilität das einzige Risiko darstellt. Sie können damit den Einfluss des Wechselkursrisikos auf das Volumen und die Preise im Aussenhandel analysieren und gleichzeitig das Verhalten der Importeure und Exporteure, die sich mit einem Wechselkursrisiko konfrontiert sehen, behandeln. Sie kommen zum Ergebnis, dass ein Anstieg der Wechselkursvolatilität bei risikoscheuen Wirtschaftssubjekten zu einem Rückgang des Aussenhandelsvolumens führt und zwar unabhängig davon, ob das Risiko von den Importeuren oder den Exporteuren getragen wird. Ausserdem zeigen sie, dass der Effekt eines Anstiegs der Wechselkursvolatilität auf den Preis des international gehandelten Gutes in beide Richtungen gehen kann, je nachdem wer das Wechselkursrisiko trägt. Wenn der Importeur das Risiko trägt, wird der Preis fallen, da die Importnachfrage zurückgeht. Trägt hingegen der Exporteur das Wechselkursrisiko, wird der Preis steigen, weil er das Exportangebot verringern wird.

In den letzten Jahren ist dieses Modell in verschiedene Richtungen erweitert worden. Côté (1994) hat diese Literatur zusammengefasst. Demnach lässt sich, erstens, zeigen, dass die Annahme der Risikoscheu nicht ausreicht, um die Schlussfolgerung zu ziehen, dass die Wechselkursvolatilität das Aussenhandelsvolumen reduziert; das Resultat hängt vielmehr von den Eigenschaften der Nutzenfunktion der Importeure und der Exporteure ab (z. B. die Konvexität). Zweitens wird die Wirkung der Wechselkursvolatilität durch die Verfügbarkeit von Terminkontrakten beeinflusst. Je einfacher und billiger die Absicherung, umso geringer die Auswirkungen der Wechselkursvolatilität. Auch Absicherungsmöglichkeiten garantieren indessen nicht, dass das Wechselkursrisiko keinen Einfluss auf den Aussenhandel hat

(siehe Viaene und de Vries, 1992). Drittens ist das Wechselkursrisiko nicht das einzige Risiko, mit dem sich die Wirtschaftssubjekte konfrontiert sehen. Analog zum Argument der Portefeullediversifikation kann deshalb argumentiert werden, dass eine Aktivität mit einem hohen Risiko immer noch attraktiv sein kann, wenn sie das Gesamtrisiko der Aktivitäten diversifiziert. Viertens schaffen Wechselkursbewegungen nicht nur Risiken, sondern auch Profitmöglichkeiten. Wenn eine Firma mit ihrer Produktion flexibel darauf reagieren kann, müssen diese zusätzlichen Erträge gegen das Risiko abgewogen werden.

Diese Erweiterungen präzisieren unser Bild vom Einfluss der Wechselkursvolatilität auf das Aussenhandelsvolumen. Die Wirkungsmechanismen verlieren damit aber an Klarheit, und es ist gleich wie bei den Auswirkungen auf die Preise nicht mehr eindeutig, ob eine Zunahme oder eine Abnahme erwartet werden soll.

2 Das empirische Modell

Das empirische Modell, mit dem im folgenden der Einfluss der Wechselkursvolatilität auf Exportmengen und -preise in der Schweiz getestet werden soll, unterstellt, dass das Wechselkursrisiko das einzige Risiko ist. Das Modell entspricht weitgehend jenem von Kroner und Lastrapes (1983) und umfasst folgende Gleichungen:

$$(1) \quad \Delta s_t = \alpha_0 + \varepsilon_{s,t}$$

$$(2) \quad \Delta x_t = \beta_0 + \sum_{j=1}^m \beta_j \Delta x_{t-j} + \beta_{m+1} \Delta s_t + \beta_{m+2} \Delta p_t^* + \beta_{m+3} \Delta c_t + \beta_{m+4} y_t^* + \beta_{m+5} h_t + \varepsilon_{x,t}$$

$$(3) \quad \Delta q_t = \gamma_0 + \sum_{j=1}^n \gamma_j \Delta q_{t-j} + \gamma_{n+1} \Delta s_t + \gamma_{n+2} \Delta p_t^* + \gamma_{n+3} \Delta c_t + \gamma_{n+4} y_t^* + \gamma_{n+5} h_t + \varepsilon_{q,t}$$

wobei Δ die erste Differenz einer Variablen bezeichnet und die Störterme als *white noise* definiert sind.

In Gleichung (1) wird der handlungsgewichtete nominelle Wechselkursindex, s_t , als Random-Walk-Prozess spezifiziert. Die Annahme eines Random Walk impliziert, dass s_t bei gegebenen Beobachtungen des vergangenen Wechselkursverlaufs nicht voraussagbar ist. Diese Annahme ist konsistent mit den Ergebnissen von Meese und Rogoff (1983), die durch eine Reihe von weiteren Studien bestätigt worden sind.

Die Gleichungen (2) und (3) bestimmen die realen Exporte, x_t , und die in ausländischer Währung ausgedrückten Exportpreise, q_t . Beide Variablen werden durch den Wechselkurs, s_t , das Verhältnis zwischen inländischem und ausländischem Preisniveau, p_t^* , die realen inländischen Lohnstückkosten, c_t , und das reale Volkseinkommen des Auslandes, y_t^* , bestimmt. Dazu kommt als zentrale weitere erklärende Variable die zeitabhängige Varianz des Wechselkurses, h_t , die als Proxygrösse für die Wechselkursunsicherheit dient.

Wie bei Kroner und Lastrapes wird der Kovarianz-Matrix der Residuen aus den Gleichungen (1) bis (3) eine GARCH-Struktur auferlegt. Wir definieren $\varepsilon_t = [\varepsilon_{s,t}, \varepsilon_{x,t}, \varepsilon_{q,t}]'$, so dass

$$(4) \quad \varepsilon_t | \varepsilon_{t-1}, \dots \sim N(0, H_t)$$

$$H_t = \begin{pmatrix} h_t & 0 & 0 \\ 0 & \sigma_{x,t}^2 & \sigma_{xq,t} \\ 0 & \sigma_{xq,t} & \sigma_{q,t}^2 \end{pmatrix}$$

$$h_t = \delta_0 + \delta_1 \varepsilon_{s,t-1}^2 + \delta_2 h_{t-1}$$

$$\sigma_{x,t}^2 = \mu_0 + \mu_1 \varepsilon_{x,t-1}^2 + \mu_2 \sigma_{x,t-1}^2$$

$$\sigma_{q,t}^2 = \eta_0 + \eta_1 \varepsilon_{q,t-1}^2 + \eta_2 \sigma_{q,t-1}^2$$

$$\sigma_{xq,t} = \lambda_0 + \lambda_1 \varepsilon_{q,t-1} \varepsilon_{x,t-1} + \lambda_2 \sigma_{xq,t-1}$$

Das GARCH-Modell unterstellt also eine stochastische Abhängigkeit zwischen den heutigen Realisationen von $\varepsilon_t \varepsilon_t'$ und seinen früheren Realisationen. Da h_t seinerseits in die Gleichungen (2) und (3) eingeht, impliziert das Modell, dass das Verhalten der Exporteure durch den Prozess bestimmt wird, der auch die Varianz im Modell generiert. Es wird also angenommen, dass die Marktteilnehmer rational handeln und die Parameter des Prozesses kennen.

3 Daten und Spezifikation

Das Modell wird in dieser Untersuchung mit monatlichen Daten geschätzt, deren Beobachtungszeitraum sich von Januar 1973 bis Juni 1998 erstreckt. Der Wechselkurs, s_t , ist der exportgewichtete Wechselkursindex des Schweizerfrankens. Ein Indexanstieg bedeutet somit eine Höherbewertung des Frankens. Die realen Exporte, x_t , sind die mit den Exportpreismittelwerten deflationierten nominellen Exporte. Die in Fremdwährung ausgedrückten Exportpreise, q_t , sind die mit dem exportgewichteten Wechselkursindex multiplizierten Exportpreismittelwerte. Die realen Lohnstückkosten, c_t , werden mangels monatlicher Lohndaten durch die schweizerische Arbeitslosen-

quote approximiert. Für die Berechnung des relativen Preisniveaus, p^* , werden die Konsumentenpreisindizes der Schweiz und des OECD-Raums verwendet. Für das Volkseinkommen des Auslandes werden die Daten der Industrieproduktion des OECD-Raums herangezogen. Da die ausländische Industrieproduktion und das ausländische Preisniveau ein Saisonmuster aufweisen, wurden die betreffenden Rohdaten durch Subtraktion des Monatsmittelwertes korrigiert; dieses Verfahren ist einfacher als eine gemeinsame Schätzung der Saisondummies und der anderen Parameter des multivariaten Systems.

Zusätzlich zum Total der Exporte werden im folgenden drei Kategorien von schweizerischen Exportgütern einzeln betrachtet. Dabei handelt es sich um die Rohstoffe und Halbfabrikate, die Investitionsgüter und die Konsumgüter. Ausserdem wird auch eine Desaggregation nach Abnehmerland durchgeführt, d.h. neben den Exporten in alle Länder werden einzeln auch die Exporte nach Deutschland, Frankreich und Italien untersucht. Bei diesen drei Ländern handelt es sich um die wichtigsten Aussenhandelspartner der Schweiz. Allerdings liegen für die Schweizer Exporte nach einzelnen Ländern nur nominelle Daten vor. Die betreffenden Schätzungen werden deshalb anhand eines reduzierten Modells, das sich aus den Gleichungen (1), (2) und (4) zusammensetzt, durchgeführt. Die Exporte, x_t , bezeichnen in diesem Fall also nicht die realen, sondern die nominellen Ausfuhrren.¹

In einem ersten Schritt wurden verschiedene Tests durchgeführt, um die angemessene Transformation der Daten und die Modellspezifikation festzulegen. Die Einheitswurzeltests (*unit root tests*) für c , p^* , q , s , x , und y^* wurden nach der Methode von Dickey und Fuller (1979) mit einer Konstanten, einer Trendvariablen und vier Lags vorgenommen. Die Hypothese einer Einheitswurzel konnte für keine Variable verworfen werden. Es ist somit richtig, diese Variablen im Modell als erste Differenzen zu schreiben [wie in den Gleichungen (1) bis (3)]. Die Kointegrationstests wurden nach der Methode von Engle und Granger (1987) für zwei Systeme mit jeweils fünf Variablen durchgeführt ($\{c, p^*, s, x, y^*\}$ und $\{c, p^*, q, s, y^*\}$).² Aus den Testresultaten ergibt sich indessen keine Evidenz zugunsten einer Kointegrationsbeziehung zwischen den interessierenden Variablen. Der von Engle und Yoo (1987) vorgeschlagene kritische Wert für ein System mit fünf Variablen (-5,02) ist kleiner als die Werte, die aus den Dickey-Fuller-Residuen resultieren. Ausserdem musste die optimale Zahl verzögerter Endogener bestimmt werden. Dabei

ergaben sich die besten Resultate für zwei zusätzliche erklärende Variablen (Δx_{t-1} , Δx_{t-2}) in der Exportvolumengleichung und eine zusätzliche Variable in der Exportpreisgleichung (Δq_{t-1}).

4 Empirische Resultate

Die empirischen Resultate der Modellschätzungen sind in den Tabellen 1, 2 und 3 zusammengefasst. Da allein der Einfluss der Wechselkursvolatilität auf das Exportvolumen und die Exportpreise im Brennpunkt steht, werden nur die geschätzten Koeffizienten von h_t und ihre Standardfehler gezeigt.³

Die Resultate in Tabelle 1 basieren auf dem Modell, das sich aus den Gleichungen (1) bis (4) zusammensetzt. Gezeigt werden die Koeffizienten von h_t in den Gleichungen (2) und (3) für jeweils zwei verschiedene Schätzperioden. Die Gesamtperiode erstreckt sich von 1973:2 bis 1998:6, während die zweite, kürzere Periode von 1980:1 bis 1998:6 geht und deshalb betrachtet wird, weil die trendmässige Aufwertung des Schweizerfrankens in dieser Periode deutlich schwächer war als im ersten Teil der Gesamtperiode. Die Resultate zeigen, dass die Wechselkursvolatilität weder auf das Exportvolumen noch auf die Exportpreise einen statistisch signifikanten Effekt hat. Dies gilt nicht nur für das Total der Exporte, sondern auch für die drei betrachteten Exportkategorien (Halbfabrikate, Konsumgüter, Investitionsgüter). Die Punktschätzungen variieren stark und lassen kein einheitliches Muster erkennen.

Die grosse Zahl von Modellvariablen trägt möglicherweise dazu bei, dass die Koeffizienten nicht präziser geschätzt werden können. Deshalb wurde das Modell in einer zweiten Runde um jeweils eine Gleichung reduziert. Das Modell für das Exportvolumen setzt sich in diesem Fall aus den Gleichungen (1), (2) und (4) zusammen, während das Modell für die Exportpreise durch die Gleichungen (1), (3) und (4) definiert wird. Bei der Bestimmung der optimalen Zahl verzögerter Variablen stellte sich heraus, dass keine verzögerten Endogene in die Gleichungen (2) bzw. (3) aufgenommen werden müssen. Damit reduziert sich die Zahl der geschätzten Koeffizienten von 28 auf 13 bzw. 12. Die Resultate aus diesen kleineren Modellen sind in der Tabelle 2 zusammengefasst. Daraus geht hervor, dass die Schlussfolgerungen in bezug auf den Einfluss der Wechselkursvolatilität auf das Exportvolumen dieselben bleiben: Für alle Perioden und Exportkategorien resultiert kein signifikanter Koeffizient von h_t . Hingegen resultiert im

1 Der Schätzzeitraum erstreckt sich bei den Exporten nach individuellen Ländern bis 1997:12.

2 Bei den Kointegrationstests stellt sich die Frage, ob h_t in die statische Gleichung aufgenommen werden soll oder nicht. Falls das System konsistent mit einem I-GARCH-Modell ist, gibt es Gründe, h_t in den Kointegrationsvektor aufzunehmen, weil h_t in diesem Fall nicht stationär ist.

Schätzungen werfen indessen die I-GARCH-Spezifikation und deuten darauf hin, dass h_t stationär ist ($\gamma_1 + \gamma_2 < 1$).

3 In weiteren Schätzungen wurden alternative Spezifikationen des Einflusses der Wechselkursvolatilität auf die Exporte und Exportpreise getestet (Lags, z.B. h_{t-1} , und verschiedene Funktionen, z.B. h_t^2). Dies hatte keinen Einfluss auf die Resultate und wird deshalb in der Resultatübersicht weggelassen.

Exportpreismodell in der kürzeren Schätzperiode (1980:1–1998:6) ein negativer Effekt der Wechselkursvolatilität auf das Total der Exportpreise. Bei den einzelnen Kategorien ergeben sich in zwei von sechs Fällen ebenfalls statistisch signifikante, negative Koeffizienten. Insgesamt ergibt sich aber auch bei den Exportpreisen kein konsistentes Muster, so dass die Evidenz schwach bleibt.

Der Einfluss der Wechselkursvolatilität auf die Schweizer Exporte nach einzelnen Ländern (Deutschland, Frankreich und Italien) wurde ebenfalls im Rahmen eines reduzierten Modells analysiert. Da für bilaterale Exporte nur nominelle Grössen zur Verfügung stehen, setzt sich das Modell aus den Gleichungen (1), (2) und (4) zusammen (mit den nominalen statt der realen Exporte als x_t). Als Wechselkurs wird anstelle des exportgewichteten Wechselkursindex der bilaterale Kurs (DEM/CHF, FRF/CHF bzw. ITL/CHF) verwendet. Tabelle 3 fasst die Resultate für das Total der Exporte zusammen. Daraus kann entnommen werden, dass der Koeffizient der Wechselkursvolatilität in keinem der sechs Fälle statistisch signifikant ist.

Die Resultate aus den Tabellen 1–3 können nicht direkt mit den Ergebnissen aus anderen Studien verglichen werden, da Unterschiede bestehen zwischen den behandelten Ländern und Zeitperioden sowie den angewendeten Methoden. Côté (1994) hat die empirische Literatur zusammengefasst und kommt insgesamt zum Schluss, dass keine klare Evidenz zugunsten eines Effekts der Wechselkursvolatilität auf Exportvolumen und Exportpreise vorliegt. Verschiedene Studien finden zwar eine negative Wirkung der Wechselkursvolatilität auf das Exportvolumen (Arize, 1997; Chowdhury, 1993; de Grauwe und Verfaillie, 1988; Koray und Lastrapes, 1989; Bini-Smaghi, 1991; Savvides, 1992). Andere finden aber keine Wirkung und Einzelne reklamieren sogar einen positiven Effekt der Wechselkursvolatilität auf das Exportvolumen (Asseery und Peel, 1991; Kroner und Lastrapes, 1993). Ausserdem sind die Koeffizienten selbst dort, wo sie statistisch signifikant sind, in der Regel klein.

Modell:	$\Delta x, \Delta q, \Delta s, H$			
Gleichung:	Δx	Δx	Δq	Δq
Schätzperiode:	1973:2–1998:6	1980:1–1998:6	1973:2–1998:6	1980:1–1998:6
Total der Exporte	1.3219 (5.3536)	6.3135 (12.5888)	3.3541 (11.0551)	27.7231 (31.3775)
Rohstoffe und Halbfabrikate	1.7747 (3.6187)	-9.8325 (14.1333)	-1.1505 (7.7625)	38.3606 (32.7506)
Konsumgüter	-1.5149 (5.8001)	1.9798 (17.9268)	4.7002 (20.4431)	0.1370 (0.2056)
Investitionsgüter	-4.6664 (3.7866)	0.1373 (8.2146)	3.2513 (11.8707)	12.2385 (106.9895)

Standardfehler in Klammern

Schätzergebnisse für h_t in den reduzierten Modellen

Tabelle 2

Modell:	$\Delta x, \Delta s, H$		$\Delta x, \Delta s, H$	
Gleichung:	Δx	Δx	Δq	Δq
Schätzperiode:	1973:2–1998:6	1980:1–1998:6	1973:2–1998:6	1980:1–1998:6
Total der Exporte	0.0811 (18.1806)	-5.6099 (15.6101)	-0.7172 (0.6648)	-7.8153* (1.9427)
Rohstoffe und Halbfabrikate	1.9366 (4.2451)	-28.3633 (3.7454)	1.2022 (0.7666)	-7.0583 (2.9943)
Konsumgüter	-0.0782 (0.0898)	3.6371 (10.9771)	-1.4979 (2.1593)	2.8139 (3.1301)
Investitionsgüter	-6.2412 (5.0943)	1.3471 (18.0502)	-3.8075* (1.8299)	-0.0652 (0.5609)

Standardfehler in Klammern

Schätzergebnisse für h_t in den Modellen für einzelne Abnehmerländer

Tabelle 3

Modell:	$\Delta s, \Delta x_{nom}, H$	
Gleichung:	Δx_{nom}	Δx_{nom}
Schätzperiode:	1973:2–1997:12	1980:1–1997:12
Total der Exporte nach:		
Deutschland	5.8462 (78.2068)	-7.3318 (33.3528)
Frankreich	0.2163 (2.7279)	-0.2377 (3.2262)
Italien	-6.2211 (42.5283)	10.6001 (18.5591)

Standardfehler in Klammern

5 Schlussbemerkungen

Diese Notiz beschäftigte sich mit dem Zusammenhang zwischen der Wechselkursvolatilität und dem Aussenhandel. Die Analyse erfolgte im Rahmen eines multivariaten GARCH-in-mean-Modells der reduzierten Form. Eine attraktive Eigenschaft dieses Modells ist, dass die Wechselkursvolatilität sich aus dem Modell ergibt und nicht als exogener Prozess definiert wird.

Die empirischen Schätzungen, die mit Schweizer Daten für das Total der Exporte und verschiedene Exportkategorien durchgeführt wurden, deuten darauf hin, dass die Wechselkursvolatilität keinen messbaren Einfluss auf die Exportmengen und -preise hat. Diese Ergebnisse stehen im Einklang mit verschiedenen Untersuchungen, die für andere Länder durchgeführt wurden.

Bei der Interpretation der Ergebnisse sollte man sich zwei Punkte in Erinnerung rufen. Erstens wurde die Wechselkursvolatilität in der vorliegenden Untersuchung anhand von Monatsdaten gemessen. Die empirischen Resultate sagen deshalb nichts über die Konsequenzen möglicher Fehlausrichtungen des Wechselkurses, die sich über mehrere Quartale oder gar Jahre erstrecken. Zweitens basiert die Analyse auf einem Modell des partiellen Gleichgewichts und erlaubt deshalb keine wohlfahrtsökonomischen Schlussfolgerungen. Man kann aus den empirischen Resultaten also nicht den Schluss ziehen, dass Wechselkursvolatilität volkswirtschaftlich irrelevant ist und die Wirtschaftssubjekte ihr indifferent gegenüberstehen. Die Resultate zeigen indessen – und das ist das Hauptergebnis dieser Studie –, dass die Wechselkursvolatilität keinen klaren Einfluss auf den Export hat.

Literaturverzeichnis

Asseery, A. und D. Peel. 1991. The Effects of Exchange Rate Volatility on Exports – Some New Estimates. *Economics Letters* 37, 173–77.

Arize, A.C. 1997. Foreign Trade Volatility and the Volume of Foreign Trade. *Southern Economic Journal* 64, 235–54.

Bini-Smaghi, L. 1991. Exchange Rate Variability and Trade: Why Is It so Difficult to Find any Empirical Relationship? *Applied Economics* 23, 927–35.

Chowdruy, A.R. 1993. Does Exchange Rate Volatility Depress Trade Flows? Evidence from Error-Correction Models. *Review of Economics and Statistics* 75, 700–6.

Côté, A. 1994. Exchange Rate Volatility and Trade. Bank of Canada, Working Paper 94–5.

de Grauwe, P. und G. Verfaillie. 1988. Exchange Rate Variability, Misalignment, and the European Monetary System. In R. Marston (Hrsg.): *Misalignment of Exchange Rates: Effects on Trade and Industry*, 77–100. Chicago: University of Chicago Press.

Dickey, D. und W. Fuller. 1979. Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root. *Journal of American Statistical Association* 74, 427–31.

Engle, R. und C. Granger. 1987. Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing. *Econometrica* 55, 251–76.

Engle, R. und B.S. Yoo. 1987. Forecasting and Testing in Cointegrated Systems. *Journal of Econometrics* 35, 143–59.

Hooper, P. und S. Kohlhagen. 1978. The Effect of Exchange Rate Uncertainty on the Prices and Volume of International Trade. *Journal of International Economics* 8, 483–511.

Koray, F. und W.D. Lastrapes. 1989. Real Exchange Rate Volatility and U.S. Bilateral Trade: A VAR Approach. *Review of Economics and Statistics* 71, 708–12.

Kroner, K.F. und W. Lastrapes. 1993. The Impact of Exchange Rate Volatility on International Trade: Reduced Form Estimates Using the GARCH-in-mean Model. *Journal of International Money and Finance* 12, 298–318.

Meese, R. und K. Rogoff. 1983. Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Are Any Fit to Survive? *Journal of International Economics* 14, 2–24.

Savvides, A. 1992. Unanticipated Exchange Rate Variability and the Growth of International Trade. *Weltwirtschaftliches Archiv* 128, 446–63.

Senkung des Diskontsatzes

Mit Wirkung ab 9. April 1999 senkte die Nationalbank den Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt auf 0,5%.

Scheitern des neuen Geld- und Währungsartikels in der Schlussabstimmung der eidgenössischen Räte

Nach der Erstberatung des neuen Geld- und Währungsartikels der Bundesverfassung hatte sich eine leichte Differenz zwischen National- und Ständerat ergeben, welche sich auf Rechtsnatur und genauen Wortlaut einer Zusatznorm über die Verwendung der überschüssigen Währungsreserven bezog (vgl. Quartalsheft 1/1999, S. 67). Am 17. Juni 1999 schloss sich der Nationalrat der Version des Ständerates an, indem er eine Übergangsbestimmung in der Verfassung guthiess, wonach die Bundesgesetzgebung die Verwendung jener Währungsreserven regelt, die im Zeitpunkt der Inkraftsetzung dieser Bestimmung für geld- und währungspolitische Zwecke nicht mehr benötigt werden.

In der Schlussabstimmung vom 18. Juni 1999 nahm der Ständerat den so bereinigten neuen Geld- und Währungsartikel mit 34 zu 6 Stimmen an, wogegen der Nationalrat ihn mit 86 zu 83 Stimmen (bei 9 Enthaltungen) verwarf. Im Nationalrat kumulierten sich die Nein-Stimmen der Gegner einer Priorisierung der Preisstabilität im Notenbankauftrag mit jenen der Gegner einer Verfassungsgrundlage, welche die Verwendung überschüssiger Goldreserven der SNB zur Finanzierung der geplanten Stiftung solidarische Schweiz erlaubt hätte. Damit war der neue Geld- und Währungsartikel der Bundesverfassung gescheitert.

Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Währung und die Zahlungsmittel

Am 26. Mai 1999 verabschiedete der Bundesrat die Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Währung und die Zahlungsmittel (Währungs- und Zahlungsmittelgesetz; WZG). Mit diesem Gesetz wird die Lösung der Goldbindung des Frankens, die auf Verfassungsstufe mit der Annahme der Totalrevision der Bundesverfassung in der Volksabstimmung vom 18. April 1999 realisiert wurde, umgesetzt. Das Währungs- und Zahlungsmittelgesetz hebt die Pflicht der Nationalbank zur Einlösung der Banknoten in Gold definitiv auf; es beseitigt die Mindestgolddeckung des Notenumlaufs und die Goldparität des Frankens. Die Schaffung eines neuen Gesetzes drängt sich insbesondere auf, weil der nachgeführte Verfassungsartikel 99 die Bargeldmonopole des Bundes in einer einzigen Bestimmung regelt und sie nicht länger – nach der stofflichen Ausprägung des Bargeldes – in einen Münzartikel und einen Notenbankartikel aufteilt. Das Währungs- und Zahlungsmittelgesetz regelt alle publikumsrelevanten Eigenschaften von Währung und staatlichem Geld (Münzen, Banknoten, Sichtguthaben bei der SNB). Das heutige Münzgesetz wird vollständig im neuen Bundesgesetz aufgehen; aus dem Nationalbankgesetz werden die Bestimmungen über die Banknoten in das WZG übertragen.

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>

