

1

März

1998

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

Quartalsheft

Schweizerische Nationalbank Quartalsheft

März 1/1998 16. Jahrgang

Das Quartalsheft ist die Fortsetzung von
«Geld, Währung und Konjunktur/Monnaie et conjoncture».
Es erscheint in deutscher (ISSN 1423–3789)
und in französischer Sprache (ISSN 1423–3797).

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
12	1.2 Monetäre Entwicklung
12	1.3 Krise in Ostasien
13	1.4 Aussichten
15	2 Monetäre Entwicklung
15	2.1 Geldaggregate
17	2.2 Kredite und Kapitalmarkt
20	2.3 Zinsen
22	2.4 Wechselkurse
23	3 Gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Produktion
23	3.1 Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion
25	3.2 Aussenhandel und Ertragsbilanz
27	3.3 Investitionen
29	3.4 Konsum
29	4 Arbeitsmarkt
29	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	Zur Geldpolitik im neuen Jahr von Hans Meyer
42	Die finanziellen Beziehungen zwischen der Schweizerischen Nationalbank und dem Internationalen Währungsfonds von Irma Cruz
48	Kapitalmobilität in der Europäischen Union von Anne Kleinewefers Lehner
55	Geld- und währungspolitische Chronik

Übersicht

Geldpolitische Schlussfolgerungen (S. 8)

Für die nähere Zukunft sieht die Nationalbank keinen Grund, den gegenwärtigen geldpolitischen Kurs zu ändern. Die schweizerische Wirtschaft entwickelt sich günstig, doch dürften sich die immer noch bestehenden Überkapazitäten nur langsam zurückbilden. Es besteht damit keine Gefahr, dass die lebhaftere Nachfrage die Preisstabilität gefährdet. Auch im Hinblick auf die Entwicklung der Notenbankgeldmenge und der Geldmenge M_3 drängt sich keine Straffung der Geldpolitik auf. Falls der Franken unter starken Aufwertungsdruck geraten sollte, behalten wir uns vor, geeignete Gegenmassnahmen zu treffen.

Wirtschafts- und Währungslage (S. 10)

Die monetäre Entwicklung in der Schweiz war im vierten Quartal 1997 durch die Abschwächung des Geldmengenwachstums und ein anhaltend geringes Kreditwachstum geprägt. Während sich dieser Trend bei den breit definierten Geldaggregaten zu Beginn des neuen Jahres fortsetzte, wuchs die Notenbankgeldmenge im Januar und Februar beschleunigt. Darin widerspiegelte sich die grosszügige Liquiditätsversorgung, mit der die Nationalbank der Höherbewertung des Frankens entgegenwirkte. Die kurzfristigen Zinssätze bildeten sich bis Mitte Februar deutlich zurück, und der Frankenkurs schwächte sich in der Folge ab.

Die konjunkturelle Lage hellte sich im vierten Quartal weiter auf. Im Vorjahresvergleich nahm das reale Bruttoinlandprodukt um 2% zu. Erneut trugen die Exporte am stärksten zum Wachstum bei. Die Krise in Ostasien warf zwar einen Schatten auf die Wachstumsaussichten, doch dürfte sie den weiteren Konjunkturaufschwung nicht ernsthaft gefährden. Vermehrt gingen auch Impulse von der Binnennachfrage aus. Der private Konsum belebte sich, und die rezessiven Tendenzen in der Bauwirtschaft liessen nach. Der leichte Anstieg der Beschäftigung und der Rückgang der Arbeitslosigkeit deuten auf eine allmähliche Besserung am Arbeitsmarkt hin.

Zur Geldpolitik im neuen Jahr (S. 34)

Hans Meyer, Präsident der Schweizerischen Nationalbank, beleuchtet in diesem Referat, gehalten am 14. Januar 1998 an der Universität St. Gallen, die Eigenschaften von M_3 als geldpolitischer Indikator. Die Nationalbank hatte am Pressegespräch vom Dezember 1997 angekündigt, dass sie

diesem Aggregat künftig ein stärkeres Gewicht beimessen würde, nachdem ihr bisheriger Hauptindikator, die Notenbankgeldmenge, an Aussagekraft eingebüsst hatte. Die Geldmenge M_3 weist längerfristig eine ziemlich stabile Beziehung zum Preisniveau aus. In der kurzen Frist kann die Inflationsentwicklung aber nicht mechanisch aus dem Verlauf des Aggregats extrapoliert werden. Auch die Geldmenge M_3 reagiert auf die Entwicklung der Zinssätze. Dies kann die Interpretation der Geldmenge erschweren. Für die Beurteilung der Geldpolitik muss die Nationalbank deshalb weitere Indikatoren heranziehen. Dazu gehören die Produktionslücke, die Verhältnisse auf dem Arbeitsmarkt, die Wechselkurse und die langfristigen Zinssätze.

Die finanziellen Beziehungen zwischen der SNB und dem IWF (S. 42)

Die Schweiz wurde im Jahre 1992 Mitglied des Internationalen Währungsfonds (IWF). Die gesetzliche Grundlage bildet das «Bundesgesetz über die Mitwirkung der Schweiz an den Institutionen von Bretton Woods». Darin ist geregelt, dass die SNB für die Erbringung der finanziellen Leistungen und die Abwicklung der finanziellen Transaktionen mit dem IWF zuständig ist. Zugleich führt die Nationalbank die Schweizerfranken-Konten des IWF. Ziel dieses Aufsatzes ist, die entsprechenden Positionen in der Nationalbankbilanz und die damit verbundenen Transaktionen zu erläutern und deren Auswirkungen auf die Erfolgsrechnung der SNB aufzuzeigen.

Kapitalmobilität in der EU (S. 48)

Dieser Aufsatz untersucht das Ausmass der Kapitalmobilität innerhalb der EU anhand der Methode von Feldstein und Horioka. Die Resultate deuten darauf hin, dass die Mobilität des gesamten volkswirtschaftlichen Kapitals in der EU nach wie vor unvollkommen ist. Insbesondere scheint sich die Kapitalmobilität in den neunziger Jahren im Vergleich zu den achtziger Jahren nicht erhöht zu haben. Im Zusammenhang mit der geplanten Währungsunion bedeutet dies, dass allfällige asymmetrische Schocks nur unvollständig durch Kapitalflüsse abgefedert werden können. Allerdings kann die Einführung einer gemeinsamen Währung zu einer Zunahme der Kapitalmobilität führen, so dass die hier erhaltenen Resultate nicht ohne weiteres in die Zukunft übertragen werden können.

Conclusions de politique monétaire (p. 8)

La Banque nationale ne voit aucune raison de modifier sa politique monétaire dans un futur proche. La conjoncture suisse évolue favorablement; toutefois, les capacités de production excédentaires ne devraient se combler que lentement. La croissance prévisible de l'économie ne risque donc pas de mettre en danger la stabilité des prix. L'évolution de la monnaie centrale et de M_3 n'appelle pas non plus un resserrement du cours de la politique monétaire. Au cas où le franc subirait de nouveau des pressions excessives à la hausse, la BNS serait prête à prendre les mesures qui s'imposent.

Situation économique et monétaire (p. 10)

Au quatrième trimestre de 1997, l'évolution monétaire en Suisse a été marquée par le ralentissement de la progression des agrégats monétaires et la faiblesse persistante de l'augmentation des crédits bancaires. Pour les agrégats monétaires qui répondent à des définitions larges, la tendance au ralentissement a continué au début de 1998. En revanche, la croissance de la monnaie centrale s'est accélérée en janvier et en février. Cette accélération traduit l'approvisionnement généreux du marché en liquidités, la BNS ayant ainsi contrecarré la revalorisation du franc. Les taux d'intérêt à court terme se sont repliés nettement jusqu'à la mi-février, et le franc a faibli.

En Suisse, l'amélioration de la conjoncture s'est poursuivie au quatrième trimestre. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 2% par rapport à la période correspondante de 1996. Les exportations ont joué un rôle majeur dans l'accroissement du produit intérieur brut. La crise en Asie de l'Est a assombri les perspectives de croissance, mais elle ne devrait pas constituer une menace grave pour la poursuite de la reprise de la conjoncture. En outre, des impulsions plus fortes ont découlé de la demande intérieure. La consommation privée a retrouvé une certaine vigueur, et les tendances à la récession ont faibli dans la construction. La légère progression de l'emploi et la diminution du chômage montrent que la situation s'améliore graduellement sur le marché du travail.

La politique monétaire en 1998 (p. 34)

Dans un exposé qu'il a présenté le 14 janvier 1998 à l'Université de Saint-Gall, M. Hans Meyer, président de la Direction générale de la Banque

nationale suisse, a décrit les caractéristiques de M_3 en tant qu'indicateur de la politique monétaire. Lors de sa conférence de presse de décembre 1997, la Banque nationale avait annoncé son intention d'accorder une importance accrue à cet agrégat, étant donné que la monnaie centrale, son indicateur principal jusque-là, était devenue moins fiable. A moyen et long terme, un rapport assez stable peut être observé entre M_3 et le niveau des prix. A court terme cependant, l'évolution de l'inflation ne peut être déduite mathématiquement de la progression de l'agrégat M_3 . Ce dernier réagit lui aussi aux fluctuations des taux d'intérêt, ce qui peut rendre plus difficile l'interprétation de la masse monétaire. La BNS doit par conséquent recourir à d'autres indicateurs, tels les capacités de production non utilisées, la situation régnant sur le marché du travail, les cours de change et les taux d'intérêt à long terme.

Les relations financières entre la BNS et le FMI (p. 42)

En 1992, la Suisse a adhéré au Fonds monétaire international (FMI), après l'adoption de la loi fédérale concernant la participation de la Suisse aux institutions de Bretton Woods. En vertu de cette loi, la BNS fournit les prestations financières qui incombent à la Suisse et est chargée du déroulement des transactions financières avec le FMI. Elle gère également les comptes du FMI en francs suisses. L'article commente les postes concernés du bilan de la BNS, les opérations passées avec le FMI et leurs répercussions sur le compte de résultat.

La mobilité des capitaux au sein de l'UE (p. 48)

L'article analyse, à l'aide de la méthode de Feldstein et Horioka, le degré de mobilité des capitaux au sein de l'UE. Les résultats indiquent que la mobilité du facteur capital dans l'UE demeure imparfaite. Il semble en particulier qu'elle n'ait pas augmenté entre les années quatre-vingt et la décennie suivante. Eu égard au passage prévu à l'UE, cela signifie que d'éventuels chocs asymétriques ne pourront être que partiellement amortis par des flux de capitaux. Toutefois, l'introduction de la monnaie unique est susceptible d'accroître la mobilité des capitaux. Les résultats obtenus ici ne s'appliquent donc pas sans réserve à l'avenir.

Sommario

Conclusioni di politica monetaria (p. 8)

Attualmente, la Banca nazionale non vede alcun motivo per modificare la sua politica monetaria nel futuro più immediato. La congiuntura svizzera evolve favorevolmente; tuttavia le capacità eccedentarie di produzione saranno compensate solo lentamente. La crescita prevista non rischia dunque di mettere in pericolo la stabilità dei prezzi. L'evoluzione della base monetaria e di M_3 non richiedono un inasprimento della politica monetaria. Nel caso in cui il franco dovesse subire ancora delle pressioni eccessive al rialzo, la BNS sarebbe pronta a prendere misure adeguate.

Situazione economica e monetaria (p. 10)

Nel quarto trimestre 1997, l'evoluzione monetaria in Svizzera è stata caratterizzata da una minore espansione della massa monetaria e da una crescita ancora modesta dei crediti. Mentre lo sviluppo degli aggregati monetari più ampi ha seguito questa tendenza anche all'inizio del 1998, la crescita della base monetaria si è accelerata in gennaio e febbraio, rispecchiando il generoso approvvigionamento di liquidità che la BNS ha opposto all'apprezzamento del franco. I tassi d'interesse a breve sono nettamente calati entro metà febbraio. Ha quindi ripreso a calare leggermente anche il corso del franco.

La situazione congiunturale si è ulteriormente rasserenata nel corso del quarto trimestre. Per rapporto all'anno precedente, il prodotto interno lordo reale è aumentato del 2%. Anche stavolta, il contributo più forte alla crescita è stato quello delle esportazioni. La crisi asiatica ha un poco oscurato le previsioni di crescita, ma non dovrebbe costituire una minaccia seria per il proseguimento della ripresa. Sono aumentati anche gli impulsi provenienti dalla domanda interna. Il consumo privato è divenuto più vivace e le tendenze recessive nell'edilizia si sono affievolite. Il lieve aumento dell'occupazione e il calo della disoccupazione sono indici di un graduale miglioramento della situazione sul mercato del lavoro.

Politica monetaria nel 1998 (p. 34)

In questo discorso, tenuto il 14 gennaio 1998 all'università di San Gallo, Hans Meyer, presidente della Banca nazionale svizzera, illustra le caratteristiche di M_3 come indicatore della politica monetaria. Nella conferenza stampa del dicembre 1997, la

BNS ha annunciato per la prima volta la sua intenzione di attribuire maggior rilievo a quest'aggregato, visto che l'indicatore principale a cui si era riferita fino ad allora, la base monetaria, ha perso significatività. A lungo termine, il rapporto tra la massa monetaria M_3 e il livello dei prezzi è piuttosto stabile. A corto termine, tuttavia, non è possibile estrapolare meccanicamente lo sviluppo dell'inflazione dall'evoluzione di questo aggregato. Anche la massa monetaria M_3 reagisce infatti allo sviluppo dei tassi d'interesse. Questo può rendere più difficile l'interpretazione del comportamento della massa monetaria. Per la valutazione della sua politica monetaria, la BNS deve perciò ricorrere ad altri indicatori, come lo scarto tra la produzione effettiva e quella potenziale, la situazione sul mercato del lavoro, il tasso di cambio e i tassi d'interesse a lungo termine.

Relazioni finanziarie tra la BNS e il FMI (p. 42)

Nel 1992, la Svizzera è diventata membro del Fondo monetario internazionale. Il fondamento legale di quest'adesione è costituito dalla «Legge federale concernente l'adesione della Svizzera alle istituzioni di Bretton Woods», secondo la quale la BNS fornisce le prestazioni finanziarie e svolge le transazioni finanziarie nei confronti del FMI. La BNS gestisce inoltre i conti in franchi svizzeri del FMI. Quest'articolo spiega le posizioni che ne risultano nel bilancio della BNS e le transazioni ad esse connesse e ne indica le ripercussioni sul conto economico.

Mobilità del capitale nell'UE (p. 48)

In questo testo si analizza la mobilità del capitale all'interno dell'UE sulla base dei metodi di Feldstein e Horioka. I risultati indicano che la mobilità del capitale complessivo delle economie nazionali nell'UE è tuttora imperfetta. In particolare, appare che la mobilità del capitale non è migliorata nel corso degli anni novanta per rapporto al decennio precedente. Nel contesto della prevista unione monetaria, questo significa che eventuali choc asimmetrici non potranno essere attutiti interamente attraverso flussi di capitale. L'introduzione di una moneta comune potrebbe tuttavia indurre un aumento della mobilità del capitale; non si possono perciò proiettare senza riserve verso il futuro i risultati a cui giunge quest'articolo.

Conclusions for monetary policy (p. 8)

The National Bank sees no reason to change the present course of monetary policy in the near future. Even though the Swiss economy is showing favourable development still existing excess capacities are only being reduced gradually. The livelier demand is therefore unlikely to threaten price stability nor does the development of the monetary base and of the money stock M_3 call for a tightening of monetary policy. Should the Swiss franc come under strong upward pressure we retain the option of taking appropriate countermeasures.

Economic and monetary policy developments (p. 10)

Monetary developments in Switzerland in the fourth quarter of 1997 were characterised by a slow-down in the expansion of the money supply and steady and moderate credit growth. While this trend remained unchanged for the broadly defined monetary aggregates at the beginning of the new year, the monetary base increased more rapidly in January and February. This reflected the generous supply of liquidity with which the National Bank counteracted the appreciation of the Swiss franc. Short-term interest rates, which had still risen slightly in October, receded markedly until mid-February. The Swiss franc rate, which had come under renewed upward pressure in January notably against the D-mark, subsequently weakened somewhat.

The economic situation continued to improve in the fourth quarter. Real gross domestic product rose by 2% compared with the previous year. The growth was again driven mainly by exports. These benefited from the favourable economic development in the OECD countries. The crisis in East Asia certainly cast a shadow on growth prospects but it hardly poses a serious threat to a further strengthening of business activity.

Stimuli also increasingly emanated from domestic demand, creating a broader base for the economic upswing. Private consumption picked up, and the recessionary trends in the building sector weakened. The slight rise in the employment level and the decline in jobless figures are signs of a gradual improvement in the labour market.

On monetary policy in 1998 (p. 34.)

In a paper delivered at the University of St Gallen on 14 January 1998, Hans Meyer, Chairman of

the Governing Board of the Swiss National Bank, dealt with the characteristics of M_3 as a monetary policy indicator. At its press conference in December 1997, the National Bank had announced that it would in future attach more weight to this monetary aggregate since the monetary base, on which it had principally relied in the past, had lost much of its indicator value. The money stock M_3 shows a fairly stable relation to the price level in the long term. In the short term, however, the course of inflation cannot automatically be extrapolated from the aggregate's performance. The money stock M_3 also reacts to the development of interest rates, albeit to a lesser extent than M_1 and M_2 . This interest rate sensitivity is liable to make the money supply more difficult to interpret. The National Bank therefore needs to consult other indicators for assessing its monetary policy in the short term. These include, in particular, the development of the output gap, supply and demand levels in the labour market, exchange rates and long-term interest rates.

The financial relations between the SNB and the IMF (p. 42)

Switzerland became a member of the International Monetary Fund (IMF) in 1992, with the «Federal Law on Switzerland's cooperation in the institutions of Bretton Woods» constituting the legal basis. In terms of this law, the SNB is responsible for financial contributions to, and performing financial transactions with, the IMF. At the same time, the National Bank maintains the Swiss franc accounts of the IMF. This paper deals with the respective positions in the National Bank's balance sheet and the associated transactions and their effects on the National Bank's income statement.

Mobility of capital in the EU (p. 48)

This study investigates the extent of mobility of capital within the European Union by using the method of Feldstein and Horioka. The results suggest that the mobility of capital of all the national economies within the EU is still not satisfactory. In particular, the capital mobility of the nineties seems to show no improvement over that of the eighties. With respect to the planned monetary union, this implies that any asymmetric shocks can only be inadequately cushioned by capital flows. However, the introduction of a common currency may well lead to greater mobility of capital so that the results obtained here do not necessarily apply to the future.

Geldpolitische Schlussfolgerungen

Geldpolitische Schlussfolgerungen

Die schweizerische Wirtschaft entwickelte sich im letzten Halbjahr unseren Erwartungen entsprechend günstig. Die wichtigste Konjunkturstütze bildeten die Exporte, die vom anhaltenden Aufschwung der Weltwirtschaft profitierten. Vermehrt gingen aber auch Impulse von der Binnennachfrage, vor allem vom privaten Konsum, aus. Diese positive Entwicklung war von stabilen Preisen begleitet. Im Januar und Februar lag der Konsumentenpreisindex auf dem Vorjahresstand, da der geringfügige Preisanstieg bei den inländischen Gütern durch leicht sinkende Preise ausländischer Güter gerade ausgeglichen wurde. Am Arbeitsmarkt verbessert sich die Lage allmählich. Die Beschäftigung bildete sich nicht weiter zurück, und die Ausichten werden wieder optimistischer eingeschätzt. Diese Aufhellung dürfte dem privaten Konsum in den kommenden Monaten weiteren Auftrieb geben. Gleichzeitig mehren sich auch die Zeichen dafür, dass die Investitionsbereitschaft wächst und die Bauwirtschaft allmählich wieder Boden findet.

Die breitere Basis des Konjunkturaufschwunges vermindert die Gefahr, dass Störungen vom Ausland die konjunkturelle Erholung ernsthaft zu beeinträchtigen vermögen. In den letzten Monaten weckte die Wiedererstarkung des Frankens und die Krise in Ostasien Sorgen. Obwohl die wirtschaftliche Verflechtung der Schweiz mit Ostasien vergleichsweise klein ist, dürfte die rückläufige Nachfrage aus dieser Region einzelne Branchen empfindlich treffen. Insgesamt bleiben die Exportaussichten für die Schweiz aber günstig. Das robuste Wirtschaftswachstum in den angelsächsischen Ländern sollte sich fortsetzen und der Aufschwung auf dem europäischen Kontinent an Kraft gewinnen.

Die schweizerische Geldpolitik bleibt vor die Herausforderung gestellt, den wirtschaftlichen Aufschwung zu unterstützen und gleichzeitig einen möglichst hohen Grad an Preisstabilität zu wahren. Von November 1997 bis Februar lockerte die Nationalbank die Geldpolitik deutlich. Mit einer grosszügigen Liquiditätsversorgung wirkten wir der Höherbewertung des Frankens entgegen, die teils durch die Krise in Ostasien, teils auch durch die näherrückende Europäische Währungsunion ausgelöst wurde. Damit trugen wir der Tatsache Rechnung, dass die konjunkturelle Erholung noch stark vom Export abhängig war und durch eine Höherbewertung des Frankens gefährdet wurde.

Während die Zinssätze in den letzten Monaten deutlich zurückgingen, wertete sich der reale, exportgewichtete Franken im Vergleich zum Vorjahr auf. Die monetären Bedingungen waren damit trotz der Lockerung der Geldpolitik etwas weniger expansiv als vor einem Jahr. Die Entwicklung der Geldaggregate bestätigt dieses Bild. Die Notenbankgeldmenge bildete sich im vierten Quartal leicht zurück, und das Wachstum der Geldmenge M_3 verlangsamte sich. Während sich diese Entwicklung bei M_3 zu Beginn des neuen Jahres fortsetzte, wuchs die Notenbankgeldmenge im Januar und Februar beschleunigt. Darin widerspiegelt sich vor allem die reichliche Liquiditätsversorgung der Nationalbank, teilweise aber auch eine höhere Nachfrage nach Banknoten.

In den nächsten Monaten erwarten wir, dass die Geldmenge M_3 wieder verstärkt wachsen wird. Stimulierend wirken die tieferen Zinssätze, insbesondere der Rückgang der Durchschnittsrendite eidgenössischer Obligationen. Für die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge prognostizieren wir einen Stand von 33,1 Mrd. Franken im zweiten Quartal 1998. Die Notenbankgeldmenge nimmt damit gegenüber der Vorperiode und im Vergleich zum vierten Quartal 1997 nur leicht zu. Ihr Abstand zum mittelfristigen Zielpfad, der sich im ersten Quartal vorübergehend deutlich erhöht hatte, dürfte sich im zweiten Quartal wieder leicht verkleinern. Die vierteljährliche Prognose der Notenbankgeldmenge ist allerdings immer noch mit erheblicher Unsicherheit behaftet, da die Nachfrage nach Banknoten seit einiger Zeit grossen Schwankungen unterliegt. Die Einführung der neuen Tausendnoten dürfte die Unsicherheiten vorübergehend weiter verstärken.

Für die nähere Zukunft sehen wir keinen Grund, den gegenwärtigen geldpolitischen Kurs zu ändern. Entwickelt sich die Konjunktur wie von uns erwartet im Rhythmus der vergangenen Quartale, so bilden sich die immer noch vorhandenen Überkapazitäten in der Wirtschaft nur langsam zurück. Ausserdem wirken die Deregulierung in verschiedenen Branchen, insbesondere im Telekommunikationssektor, und der sich daraus ergebende intensivere Wettbewerb preisdämpfend. Es besteht damit keine Gefahr, dass die lebhaftere Nachfrage die Preisstabilität gefährdet. Eine Straffung der Geldpolitik drängt sich aber auch im Hinblick auf die Entwicklung der Geldaggregate noch nicht auf. Wir verfolgen die Wechselkursentwicklung weiterhin mit Aufmerksamkeit. Falls der Franken unter starken Aufwertungsdruck geraten sollte, behalten wir uns vor, geeignete Gegenmassnahmen zu treffen.

Die Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums für die Sitzung des Bankrats
vom 6. März 1998

1 Internationale Rahmenbedingungen

1.1 Konjunktur

Anhaltender Aufschwung im OECD-Raum

In den OECD-Ländern entwickelte sich die Konjunktur im vierten Quartal 1997 weiterhin günstig. Die Krise in Ostasien warf zwar einen Schatten auf die konjunkturellen Aussichten, doch dürfte sie den weiteren Aufschwung in den Industrieländern nicht ernsthaft gefährden.

In den Vereinigten Staaten wuchs das reale Bruttoinlandprodukt im vierten Quartal mit knapp 4% weiterhin überdurchschnittlich stark. Gestützt durch die kräftig wachsenden verfügbaren Einkommen und den Rückgang der langfristigen Zinssätze stiegen der private Konsum und die Wohnbauinvestitionen stark. Auch von den Exporten gingen weiterhin bedeutende Impulse aus.

In Grossbritannien hielt der kräftige, hauptsächlich vom privaten Konsum getragene Aufschwung an. Die schrittweise Erhöhung der britischen Leitzinsen im Laufe des Jahres 1997 sowie die markante Höherbewertung des britischen Pfundes hinterliessen jedoch erste Spuren einer wirtschaftlichen Abschwächung: Die Produktion der verarbeitenden Industrie begann gegen das Jahresende zu schrumpfen, und die vorlaufenden Indikatoren waren rückläufig.

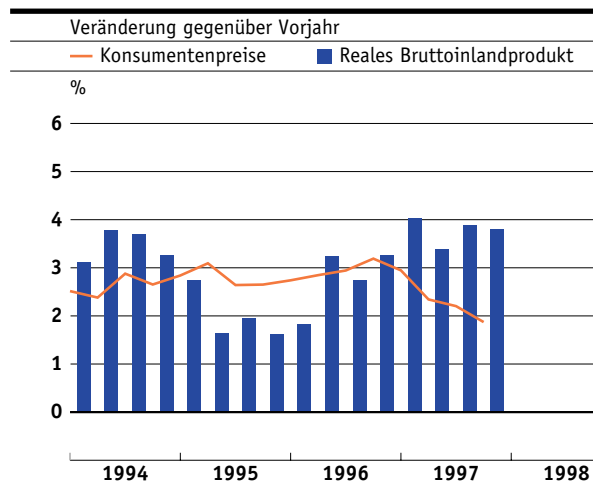
Auf dem europäischen Kontinent setzte sich die moderate Konjunkturerholung fort. In vielen Ländern war sie aber noch unausgeglichen. Vor

allem in Deutschland und Frankreich stand einer kräftigen Exportnachfrage eine weiterhin flauere Inlandnachfrage gegenüber. Dagegen zog die inländische Nachfrage in Italien deutlich an. Stimulierend wirkten die stark gesunkenen langfristigen Zinssätze sowie die Steuerrabatte, mit der die italienische Regierung den Absatz von Automobilen förderte. Gemäss der Konjunkturumfrage der EU dürfte die inländische Nachfrage in Europa nur langsam an Schwung gewinnen: Während sich der Geschäftsgang der Industrie infolge der Impulse aus dem Ausland weiter verbesserte, hellten sich die Konsumentenstimmung und die Lage der Bauwirtschaft nur wenig auf.

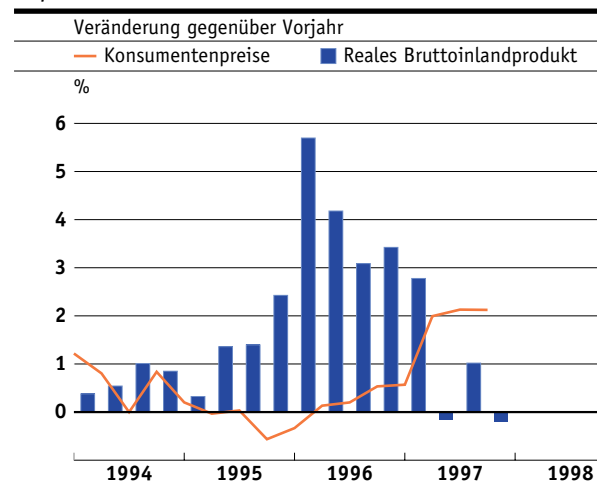
In vielen kontinentaleuropäischen Ländern hemmt eine hohe Arbeitslosigkeit die nachhaltige Erholung der Binnennachfrage. Besonders in Deutschland bildete sich die Beschäftigung im Jahre 1997 weiter zurück. Im Gegensatz dazu erhöhte sich die Zahl der Beschäftigten in den Vereinigten Staaten und in Grossbritannien deutlich, so dass sich die Arbeitslosenquote erheblich zurückbildete.

In Japan schwächte sich die Konjunktur im Laufe des Jahres 1997 stark ab. Zur Abflachung trugen die Straffung der Fiskalpolitik sowie das geringere Exportwachstum bei. Auch die Finanzkrise in Ostasien sowie der Zusammenbruch verschiedener grosser Banken belasteten die Wirtschaft und lähmten die Konsum- und Investitionsbereitschaft. Im vierten Quartal nahm die Produktion der verarbeitenden Industrie gegenüber der Vorperiode ab, und die Produktionsaussichten verdüsterten sich.

USA Grafik 1



Japan Grafik 2



1.2 Monetäre Entwicklung

Geringe Teuerung und sinkende langfristige Zinssätze

Die Teuerung blieb im OECD-Raum im vierten Quartal 1997 mit durchschnittlich 2,5% gering. Unter dem Eindruck der Krise in Ostasien bildeten sich die Teuerungserwartungen zurück. Zusammen mit den massiven Kapitalumschichtungen aus Ostasien in die Industrieländer löste dies – besonders in den Vereinigten Staaten und in Grossbritannien – einen Rückgang der langfristigen Zinssätze aus. Auf dem europäischen Kontinent glichen sich die langfristigen Zinssätze weiter an und widerspiegelten damit die bevorstehende Schaffung der Europäischen Währungsunion.

Unveränderte Geldpolitik

Angesichts der günstigen Teuerungsaussichten und im Hinblick auf allfällige Rückwirkungen der Ostasienkrise liess die amerikanische Zentralbank ihre Geldpolitik unverändert. Auch die Deutsche Bundesbank straffte ihre Geldpolitik nicht weiter, nachdem sie die kurzfristigen Sätze im Oktober 1997 leicht angehoben hatte. Die japanische Zentralbank nahm aufgrund der düsteren Konjunkturlage die kurzfristigen Zinsen im vierten Quartal leicht zurück. Die britische Zentralbank hob dagegen den Leitzins Anfang November erneut an, um das kräftige Wirtschaftswachstum zu beruhigen. Die Teuerung lag in Grossbritannien auch im vierten Quartal über dem von der Zentralbank angestrebten Ziel.

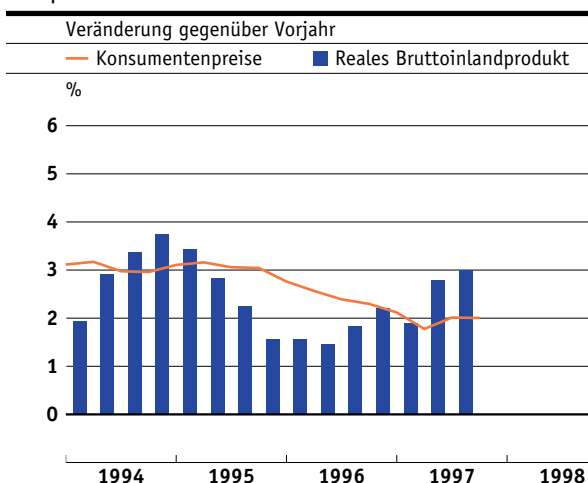
1.3 Krise in Ostasien

Ausweitung der Finanzkrise

Die Währungs- und Finanzkrise, die Mitte 1997 in Thailand ausgebrochen war, weitete sich rasch auf viele Länder Ostasiens aus. Die Krise brachte gravierende Strukturprobleme zutage. Insbesondere zeigte sich, dass die Finanzsektoren vieler Länder ungenügend überwacht wurden und die Kreditvergabe zum Teil politischer Einflussnahme unterlag. Die enge Verflechtung zwischen Politik und Wirtschaft führte bei den Investoren zur Vermutung, die Finanzinstitute kämen bei Schwierigkeiten in den Genuss staatlicher Hilfe. Auch die Fixierung der Wechselkurse und das im Vergleich zu den Industrieländern hohe Zinsniveau machten es attraktiv, Finanzmittel in ausländischen Währungen aufzunehmen und diese – oft ungesichert und unproduktiv – in der Region anzulegen. In der Folge nahm das Kreditwachstum in den letzten Jahren massiv zu. Als die Wechselkurse freigegeben werden mussten, schnellte der Anteil notleidender Kredite in die Höhe. Die Aktien- und Immobilienpreise, die zuvor stark gestiegen waren, brachen ein.

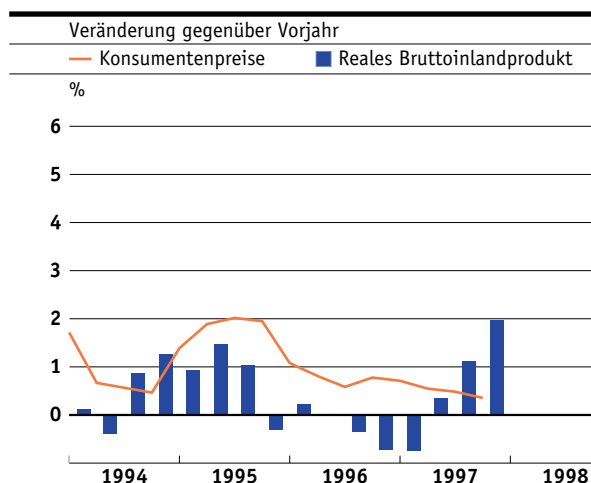
Im vierten Quartal verloren die Währungen Thailands, Indonesiens, Malaysias und Südkoreas gegenüber dem Dollar nochmals deutlich an Wert. Die damit verbundene anziehende Teuerung schmälerte die Kaufkraft breiter Bevölkerungsschichten empfindlich. Gleichzeitig verschlechterte sich die Lage des Finanzsektors weiter. Seine Zahlungsfähigkeit wurde aufgrund des hohen Anteils an Fremdwährungsverpflichtungen und der steigenden Zahl notleidender Kredite stark in Mitleiden-

Europäische Union Grafik 3



Grafiken 1–3: Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)

Schweiz Grafik 4



Quelle: Bundesamt für Statistik (Bfs)

schaft gezogen. Obschon sich die internationale Konkurrenzfähigkeit der ostasiatischen Länder infolge des Währungszerfalls verbesserte, vermochten diese die Ausfuhren bis anhin kaum zu steigern.

Forderungen der Schweizer Banken gegenüber Ostasien

Die Krise in Ostasien dürfte die Schweizer Banken nur wenig treffen. Gemäss den neusten verfügbaren Daten von Ende Juni 1997 betragen die Forderungen der in der Schweiz domizilierten Bankkonzerne gegenüber den zehn wichtigsten Ländern Ostasiens rund 107 Mrd. Franken (vgl. Tabelle 1, S. 14). Die Forderungen umfassen das Total der Guthaben, einschliesslich der Eventualverpflichtungen und der nicht benützten, aber fest zugesagten Kreditlimiten. Nicht im Total enthalten sind die lokalen Kredite, die im Ausland in lokaler Währung refinanziert wurden, sowie durch Sicherheiten gedeckte Guthaben. Von den 107 Mrd. Franken entfielen knapp 90 Mrd. Franken oder 84% auf Japan, Singapur und Hongkong; die Forderungen gegenüber jenen Ländern, die ihre Währungen seit Mitte 1997 massiv abwerteten (Südkorea, Indonesien, Thailand, Malaysia und die Philippinen), betragen nur 12,5 Mrd. Franken oder 11,7%. Dies entspricht lediglich 1,6% aller Forderungen der schweizerischen Banken gegenüber dem Ausland in Höhe von 793,4 Mrd. Franken.

Internationale Finanzhilfe für Ostasien

Die Wirtschaftskrise in Ostasien hatte umfangreiche internationale Finanzhilfe zur Folge, um Reformen zu ermöglichen und das Vertrauen der Investoren zurückzugewinnen. Der Internationale Währungsfonds (IWF), die Weltbank und die Asiatische Entwicklungsbank gewährten Thailand, Indonesien und Südkorea Kredite im Gesamtumfang von rund 60 Mrd. Dollar. Zudem sagten verschiedene Länder bilaterale Währungshilfe zu, falls sich die Lage weiter verschlechtert. Die bilateralen Zusagen belaufen sich auf insgesamt knapp 50 Mrd. Dollar, davon 22 Mrd. für Südkorea. Die Währungshilfe für Südkorea soll vertraglich festgelegt werden. Der Anteil der Schweiz an dieser internationalen Währungshilfe soll 312,5 Mio. Dollar betragen.

Die finanzielle Unterstützung soll denjenigen Ländern gewährt werden, die sich einem vom IWF, der Weltbank und der Asiatischen Entwicklungsbank ausgearbeiteten wirtschaftspolitischen Reformprogramm unterziehen. Im Zentrum dieses Programms steht die Restrukturierung des Finanz-

sektors. Zusätzlich zur multilateralen und bilateralen Hilfe wurden die Geschäftsbanken dazu angehalten, in einer koordinierten Aktion unmittelbar fällig werdende Kredite gegenüber südkoreanischen Schuldnern zu verlängern.

1.4 Aussichten

Die Krise in Ostasien dürfte an den Industrieländern nicht spurlos vorübergehen. Insbesondere ist mit rückläufigen Ausfuhren nach Ostasien und höheren Einfuhren aus diesen Ländern zu rechnen. Die Verschlechterung des Aussenbeitrags dürfte indessen teilweise dadurch ausgeglichen werden, dass sich in den Industrieländern vorläufig keine Straffung der Geldpolitik aufdrängt. Damit werden die Zinsen länger tief bleiben, als ursprünglich erwartet wurde.

Die OECD ergänzte ihre Prognose vom Dezember 1997 durch ein Szenario, das die Auswirkungen der Krise in den südostasiatischen Ländern auf die Industrieländer berücksichtigt. Dabei wies sie auch auf die erheblichen Unsicherheiten hin, die mit dem neuen Szenario verbunden sind. In der Dezember-Prognose hatte die OECD prognostiziert, dass sich das Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten im Jahre 1998 auf 2,7% abflachen, in der Europäischen Union dagegen auf 2,8% anziehen würde. Unter Berücksichtigung der Ostasienkrise dürfte das Wachstum nun in den USA und in der EU um je knapp einen Prozentpunkt, in Japan um etwa 1,5 Prozentpunkte geringer ausfallen als ursprünglich angenommen.

Position der Schweizer Banken nach Risikodomizil
Ende Juni 1997

Tabelle 1

	Mrd. Franken	Anteil am Total der Region %	Anteil an den gesamten Auslandguthaben %
Japan	60,5	56,6	7,6
Singapur	15,7	14,7	2,0
Hongkong	13,6	12,7	1,7
Südkorea	4,1	3,8	0,5
China	3,1	2,8	0,4
Indonesien	3,0	2,8	0,4
Thailand	3,0	2,8	0,4
Malaysia	1,5	1,4	0,2
Taiwan	1,4	1,3	0,2
Philippinen	0,9	0,8	0,1
Total	106,8	100,0	13,5

Prognosen der OECD¹

Tabelle 2

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

1 vor Revision aufgrund der Asienkrise

2 Reales Bruttoinlandprodukt, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3 BIP-Deflator, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

4 in Prozent der Erwerbsbevölkerung.

Quelle: OECD Economic Outlook, Dezember 1997

2.1 Geldaggregate

Schwächeres Wachstum der Notenbankgeldmenge im vierten Quartal...

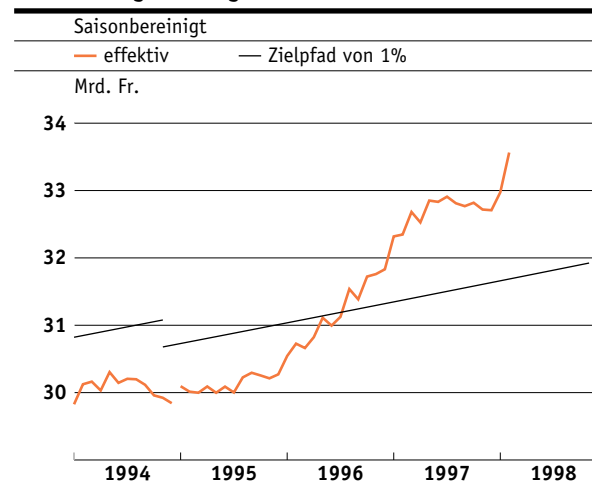
Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge sank im vierten Quartal 1997 gegenüber der Vorperiode um 0,2%, nach einem Anstieg von 0,3% im dritten Quartal. Das Wachstum gegenüber der Vorjahresperiode ging von 4,7% auf 3,1% zurück. Obwohl die Notenbankgeldmenge im Vorquartalsvergleich abnahm, übertraf sie die Prognose der Nationalbank geringfügig. Dies war hauptsächlich auf die Einführung der 200-Franken-Note zurückzuführen, die im Oktober einen unerwartet starken Anstieg des Notenumlaufs bewirkt hatte. Im November und Dezember normalisierte sich der Notenumlauf wieder, und im Durchschnitt des vierten Quartals lag er um 1,7% über dem Stand vor Jahresfrist. Die zweite Komponente der Notenbankgeldmenge, die Giro Guthaben der Banken bei der Nationalbank, blieb mit durchschnittlich 3,8 Mrd. Franken ungefähr gleich hoch wie in der Vorperiode und übertraf ihr Vorjahresniveau um 15,6%. Die Stärkeneigung des Frankens, die durch die Krise in Ostasien gefördert wurde, veranlasste die Nationalbank, den Geldmarkt flüssig zu halten.

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge lag im vierten Quartal um 3,6% über dem mittelfristigen Zielpfad, der für die Periode 1995–1999 auf einem durchschnittlichen Zuwachs von 1% pro Jahr beruht. Der Abstand zum Zielpfad, der sich von Anfang 1997 bis zur Jahresmitte rasch vergrössert hatte, verringerte sich aber leicht. Die ausgeprägte Zielabweichung im Jahre 1997 war zum grossen Teil auf eine Verschiebung der Nachfrage nach Tausendernoten zurückzuführen und überzeichnete daher den Expansionsgrad der Geldpolitik.

... Beschleunigung im Januar und Februar

Im Januar und Februar wuchs die Notenbankgeldmenge wieder beschleunigt. Sie übertraf damit den Stand von 32,7 Mrd. Franken, den die Nationalbank für das erste Quartal 1998 prognostiziert hatte, um 274 Mio. bzw. 864 Mio. Franken. Die Wachstumsbeschleunigung widerspiegelte vor allem die Erhöhung der Liquidität auf dem Geldmarkt, mit der die Nationalbank der Höherbewertung des Frankens entgegenwirkte. Teilweise war sie aber auch

Notenbankgeldmenge Grafik 5



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

Notenbankgeldmenge und ihre Komponenten

Tabelle 3

	1996	1997	1996	1997				1998	
			4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	Jan.	Feb.
Notenumlauf ¹	28,2	29,0	28,8	29,3	28,9	28,5	29,3	29,8	29,1
Veränderung ²	2,4	2,8	3,2	4,2	2,8	2,3	1,7	-0,2	0,4
Giroguthaben ¹	2,9	3,7	3,3	3,5	3,8	3,8	3,8	3,8	4,2
Veränderung ²	14,1	26,5	24,1	30,5	35,1	26,9	15,6	14,3	25,1
NBGM ^{1,3}	31,2	32,7	32,1	32,8	32,6	32,4	33,1	33,6	33,3
SBNBGM ^{1,4}	31,2	32,7	31,8	32,4	32,7	32,8	32,7	33,0p	33,6p
Veränderung ²	3,5	4,8	5,0	5,9	5,7	4,7	3,1	2,0p	3,8p
Veränderung ⁵	5,0	3,1	5,0	8,8	6,2	4,5	3,1	4,2p	10,3p

Breit definierte Geldaggregate und ihre Komponenten⁶

Tabelle 4

	1996	1997	1996	1997				1998
			4. Q.	1. Q. ^p	2. Q. ^p	3. Q. ^p	4. Q. ^p	Jan.
Bargeldumlauf	2,6	3,3	4,1	5,3	4,1	3,2	0,8	-0,9
Sichteinlagen	15,6	14,9	13,2	13,1	17,5	17,9	11,5	10,6
Transaktionskonti	11,4	7,0	8,0	7,0	4,9	8,5	7,7	9,8
M₁	11,7	10,1	9,7	9,5	10,6	12,0	8,3	8,5
Spareinlagen	12,1	4,0	7,5	3,6	4,1	4,5	3,7	2,4
M₂	11,9	6,7	8,5	6,2	7,0	7,9	5,8	5,2
Termineinlagen	-9,6	-0,9	2,1	9,7	1,4	-7,8	-5,8	-12,5
M₃	6,9	5,2	7,2	6,9	5,9	4,6	3,6	1,8

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

auf die erneute starke Zunahme des Notenumlaufs zurückzuführen. Die seit einiger Zeit beobachtete Instabilität der Nachfrage nach Banknoten erschwert die Prognose der Notenbankgeldmenge. Falls keine neuen Störungen auftreten, sollte sich die Entwicklung der Notenbankgeldmenge in den nächsten Monaten wieder normalisieren.

Langsameres Wachstum der breit definierten Geldaggregate

Das Wachstum der breit definierten Geldaggregate schwächte sich im vierten Quartal ab. Die Geldmenge M_3 , die sich aus dem Bargeldumlauf und den Einlagen (Sicht-, Spar- und Termineinlagen) des Publikums bei den Banken zusammensetzt, blieb gegenüber der Vorperiode saisonbereinigt nahezu unverändert und lag noch um 3,5% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Damit bestätigte sich die Erwartung der Nationalbank, dass sich das Anfang 1997 noch hohe Wachstum von M_3 im Laufe des Jahres verlangsamen werde. Im Januar lag M_3 noch um 1,6% höher als vor Jahresfrist. Im Laufe des Jahres dürfte sich die Zuwachsrate aber wieder erhöhen.

Als Folge der mangelnden Aussagekraft der Notenbankgeldmenge sah sich die Nationalbank vor einiger Zeit veranlasst, die Geldmenge M_3 vermehrt als Indikator heranzuziehen. Grafik 6 illustriert den Zusammenhang zwischen dem Wachstum von M_3 und der Teuerung seit 1975. Daraus ist ersichtlich, dass dem Teuerungsanstieg zu Beginn der achtziger Jahre und neunziger Jahre jeweils eine Beschleunigung des Wachstums von M_3 vorausging. Zwar nahm M_3 auch in der jüngsten Vergangenheit wieder deut-

lich zu, doch widerspiegelt dieser Anstieg im wesentlichen den Rückgang der Zinssätze, der zu einer höheren Liquiditätshaltung der Unternehmen und Haushalte führte. Ähnlich wie der vergleichbare Anstieg von M_3 im Jahre 1983 beruhte auch die jüngste Zunahme auf Portfolioumschichtungen, die nicht notwendigerweise auf eine Inflationsgefahr hinweisen. Der bis Januar 1998 beobachtete starke Rückgang des Wachstums von M_3 lässt den Schluss zu, dass diese Portfolioumschichtungen weitgehend abgeschlossen sind.

Die Geldaggregate M_1 und M_2 bestätigen im grossen ganzen das für M_3 gezeichnete Bild. Die seit Mitte 1996 tendenziell sinkenden Zinsen führten zu Umlagerungen von Termin- in Sicht- und Spareinlagen. Aus diesem Grund erhöhten sich die Aggregate M_1 und M_2 im Jahre 1997 weiterhin stark. Im vierten Quartal begann sich ihr Wachstum wieder abzuflachen.

2.2 Kredite und Kapitalmarkt

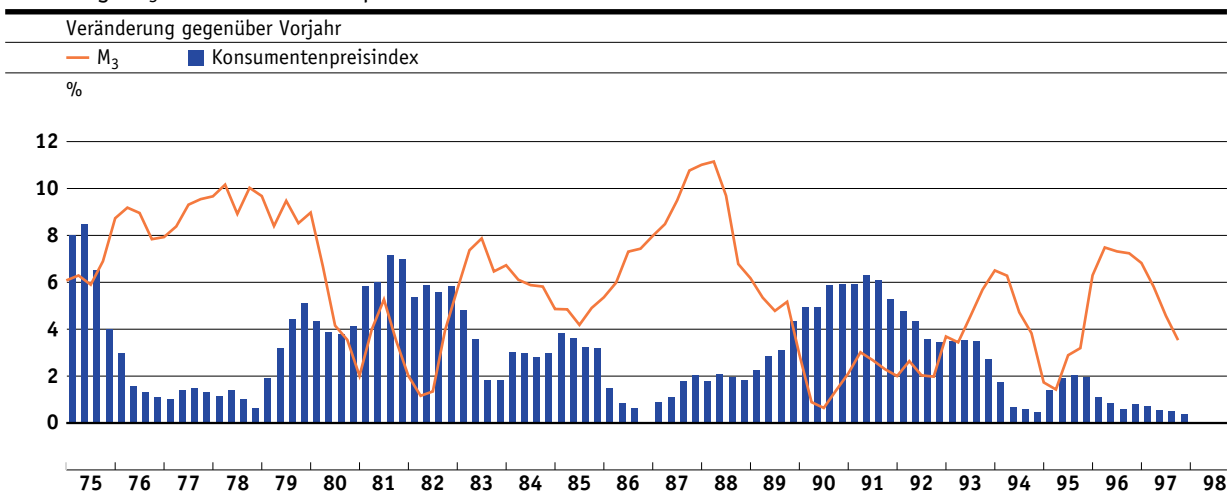
Stagnierende inländische Kreditbestände

Die Kreditaggregate stiegen im Jahre 1997 im Unterschied zu den breit definierten Geldaggregaten nur geringfügig. Die inländischen Kreditbestände, die vorwiegend auf Schweizer Franken lauten, wuchsen zwischen Ende 1996 und Ende 1997 lediglich um 1%.

Im langjährigen Vergleich ist das Kreditwachstum der letzten Jahre auffallend schwach. Die Kreditfähigkeit der Banken hängt zwar von der Entwicklung des Bruttoinlandprodukts ab, das während

Geldmenge M_3 und Konsumentenpreise

Grafik 6



längerer Zeit stagnierte. Das Wachstum der Kredite übertraf aber in früheren Jahren jenes des Bruttoinlandprodukts fast immer (siehe Grafik 7). Nur während der Rezession zu Beginn der achtziger Jahre entwickelten sich die inländischen Kredite lediglich im Gleichschritt mit dem Wirtschaftswachstum.

Die Neukreditvergabe leidet nach wie vor unter dem Rückgang der Immobilienpreise. Kreditnehmer haben heute grössere Schwierigkeiten, die verlangten Sicherheiten zur Verfügung zu stellen, als in den achtziger Jahren, so dass die Banken mit der Vergabe von Neukrediten oder mit der Erhöhung bestehender Limiten zurückhaltender sind. Allerdings zeichnen die ausgewiesenen inländischen Kreditbestände ein zu düsteres Bild der Kreditfähigkeit der Banken. Die Bestände sind unter anderem deshalb so tief, weil die Banken in den neunziger Jahren massive Abschreibungen von insgesamt rund 50 Mrd. auf den Krediten vornehmen mussten.

Die verschiedenen Kreditarten entwickelten sich im Jahre 1997 unterschiedlich. Die Hypotheken, auf die der grösste Teil der Inlandkredite entfällt, wuchsen zwischen Ende 1996 und Ende 1997 um 3% und im vierten Quartal um 0,8%. Demgegenüber nahmen die übrigen Forderungen gegenüber Kunden im Vorjahresvergleich um 4% ab. Allein im vierten Quartal sanken diese Forderungen um 1%. Die Baukredite, die den Hypotheken zeitlich vorauslaufen und die Baukonjunktur widerspiegeln, waren im Jahre 1997 besonders stark rückläufig. Auch gegen Ende des Jahres zeichnete sich keine Besserung ab; allein im vierten Quartal sanken die Limiten der Baukredite um 7% und die Beanspruchungen um 6%.

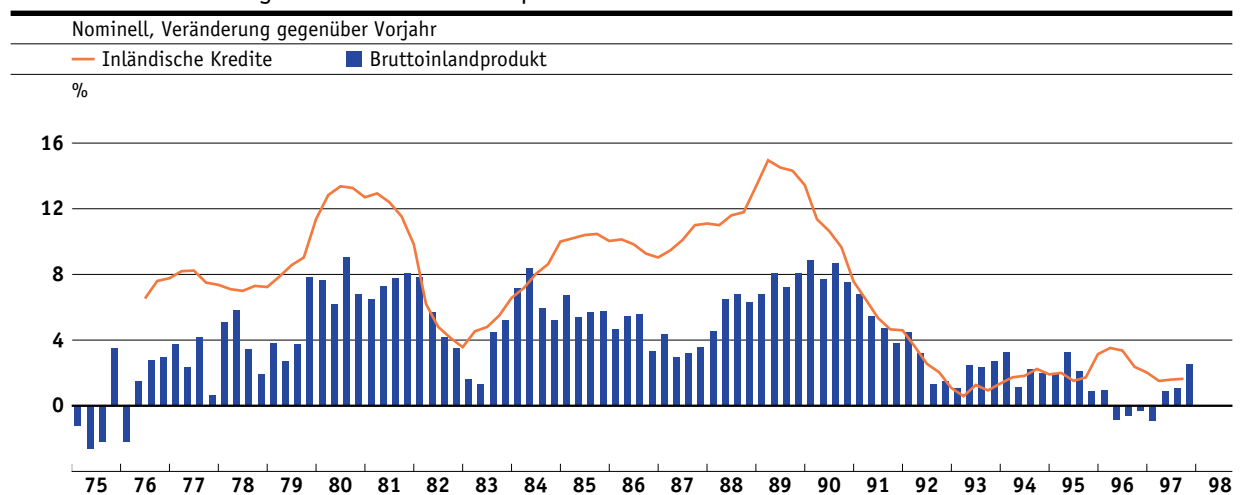
Die Kredite an ausländische Schuldner wuchsen im Jahre 1997 wesentlich stärker als jene der Inländer. Dieses Wachstum ist allerdings zum grossen Teil währungsbedingt. Infolge der Abschwächung des Schweizer Francs wurden die auf Fremdwährungen – insbesondere auf amerikanische Dollar – lautenden Kredite höher bewertet. Die Banken wiesen so Ende Dezember 1997 ein um 31% höheres Auslandskreditvolumen aus als ein Jahr zuvor. Die Summe aller ausstehenden Kredite der Banken (Inland- und Auslandkredite) stieg im gleichen Zeitraum um 8%.

Markant höhere Kapitalmarktbeanspruchung

Der Kapitalmarkt bildet vor allem für grosse Schuldner eine alternative Finanzquelle zu den Bankkrediten. Im Unterschied zur Kreditstatistik werden die zur Verfügung stehenden Kapitalmarktdaten indessen nicht durchwegs als Bestände erhoben, sondern beziehen sich in der Regel auf die in einer Periode durchgeführten Emissionen und Rückzahlungen. Demnach lag die Beanspruchung des schweizerischen Kapitalmarktes durch Anleihen- und Aktienemissionen (abzüglich Rückzahlungen) im vierten Quartal um 42% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Die Nettokapitalaufnahme inländischer Schuldner stieg markant, während die ausländischen Schuldner – vor allem aufgrund des hohen Volumens der Rückzahlungen – netto weniger Geld aufnahmen. Im Inlandbereich dominierten im vierten Quartal wie üblich die gewöhnlichen Anleihen («Straights»). Diese nahmen auch im Auslandbereich deutlich zu und

Inländische Kreditfähigkeit und Bruttoinlandprodukt

Grafik 7



Grafiken 6 und 7: Quelle: SNB, BFS

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

1 nach Liberierungsdatum

2 ohne Fremdwährungs-
anleihen

3 ohne Konversion

erreichten rund 70% des Gesamtbetrages ausländischer Anleihen. Anleihen mit variablem Zinssatz nahmen ebenfalls zu, während keine neuen Optionsanleihen emittiert wurden.

Im Jahre 1997 übertrafen die Anleihen- und Aktienemissionen (abzüglich Rückzahlungen) den Stand von 1996 um rund 10 Mrd. Franken (+52%). Dieser deutliche Nettozuwachs ist vor allem auf die geringeren Rückzahlungen von Obligationenanleihen zurückzuführen. Obwohl das tiefe Zinsniveau die frühzeitige Kündigung von Anleihen weiterhin begünstigte, blieben die Rückzahlungen sowohl bei den schweizerischen als auch bei den ausländischen Anleihen weit unter den Rekordwerten des Vorjahres. Am Aktienmarkt lagen die Rückzahlungen wie bereits im Vorjahr über den Emissionen. Dieser erneute starke Anstieg der Rückzahlungen lässt sich teilweise mit dem Rückkauf eigener Aktien durch Unternehmen erklären, die auf diesem Weg ihre Eigenkapitalrenditen erhöhen möchten.

2.3 Zinsen

Sinkende Zinssätze am Geldmarkt...

Die Frankensätze am Geldmarkt bildeten sich von November bis Februar deutlich zurück, nachdem sie im Oktober dem leichten Zinsanstieg in anderen europäischen Ländern gefolgt waren. Die Nationalbank hatte diese Zinserhöhung zugelassen, da sich die Konjunkturerholung gefestigt hatte und die breit definierten Geldaggregate, insbesondere M_3 kräftig wuchsen. Angesichts der Krise in Ostasien kehrte die Nationalbank Mitte November indessen zu einer reichlicheren Liquiditätsversorgung zurück, so dass die schweizerischen Geldmarktsätze wieder sanken.

Der Tagesgeldsatz, der im Oktober auf durchschnittlich 1,5% gestiegen war, betrug im Dezember noch 1%; er sank bis Februar auf 0,8% und unterschritt damit den unveränderten offiziellen Diskontsatz von 1%. Die Sätze für dreimonatige Laufzeiten erhöhten sich bis November um rund 0,5 Prozentpunkte auf 1,9% für Einlagen am Eurofrankenmarkt und auf 1,7% für eidgenössische Geldmarktbuchforderungen. Der anschliessende Zinsrückgang bis Februar betrug nahezu ein Prozentpunkt.

Die dreimonatigen Frankensätze am Euromarkt bildeten sich von Dezember bis Februar stärker zurück als die entsprechenden D-Mark-Sätze. Die Zinsdifferenz, die sich im Oktober auf 1,7 Prozent-

punkte verringert hatte, weitete sich damit wieder auf 2,4 Prozentpunkte aus. Der Unterschied zwischen dreimonatigen Dollar- und Frankenanlagen am Euromarkt sank von 4,2 Prozentpunkten im September auf 3,8 Punkte im November und vergrösserte sich bis Februar auf 4,5 Prozentpunkte.

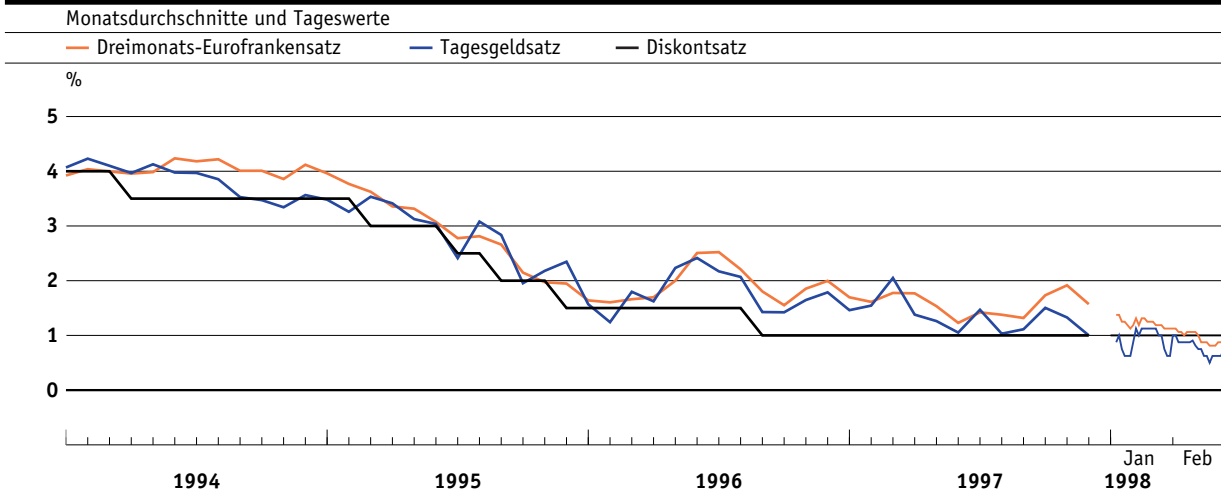
... und am Kapitalmarkt

Am Kapitalmarkt blieb die Durchschnittsrendite der eidgenössischen Obligationen im Oktober und November bei rund 3,4%. Im Dezember und Januar sank sie jedoch erneut und fiel im Februar auf 2,7%. Dadurch verflachte sich die Zinsstruktur, gemessen an der Renditedifferenz zwischen der Obligationenrendite und den dreimonatigen Geldmarktbuchforderungen der Eidgenossenschaft, von 2,1 Prozentpunkten Ende September auf 1,7 Prozentpunkte.

Im Vergleich zu den Vereinigten Staaten fiel der Rückgang der langfristigen Zinssätze in der Schweiz vorerst weniger stark aus. Im Februar stieg jedoch die Renditedifferenz zwischen amerikanischen Staatspapieren mit zehnjähriger Laufzeit und der Durchschnittsrendite der eidgenössischen Obligationen wieder auf 2,8 Prozentpunkte wie im Oktober. Im gleichen Zeitraum weitete sich die entsprechende Differenz zwischen Deutschland und der Schweiz nur geringfügig auf 2,2 Prozentpunkte aus.

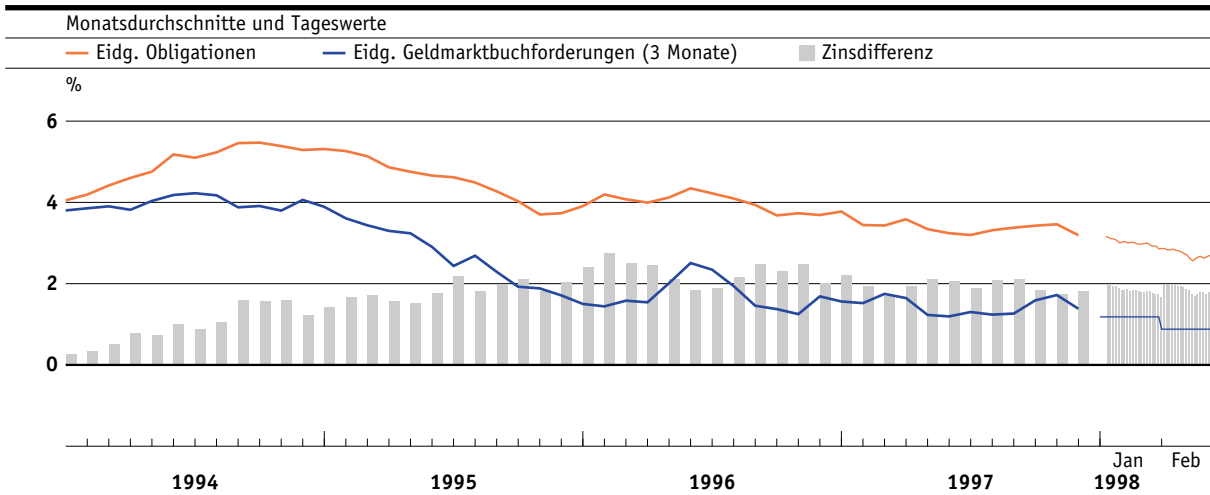
Die Zinssätze der Kantonalbanken für alte und neue erste Hypotheken betrugen von Oktober bis Januar 4,3%. Im Februar sank indessen der Neuhypothekensatz auf knapp 4,1%. Die Sätze für gewöhnliche Spareinlagen blieben nahezu unverändert bei rund 1,6%. Dagegen stieg die Verzinsung neuer Kassenobligationen der Kantonalbanken vom dritten zum vierten Quartal von durchschnittlich 2,8% auf 3%. Nach Jahresbeginn ging sie indessen wieder deutlich zurück und lag Anfang Februar noch bei 2,7%.

Von Oktober 1997 bis Ende Februar 1998 stiegen die am Swiss Performance Index gemessenen Aktienkurse um insgesamt 18%, nachdem sie im Oktober im Sog der Ostasienkrise vorerst um 4% gesunken waren. Die rasche Wiedererstarkung der Börse war teilweise auf die Kapitalumschichtungen aus Ostasien in die Industrieländer zurückzuführen. Teilweise war sie aber auch eine Folge der tiefgreifenden Umstrukturierung im schweizerischen Bankensektor. Während die Kurse der Industrieaktien von Oktober bis Februar 16% stiegen, erhöhten sich jene der Bankaktien um 29%.



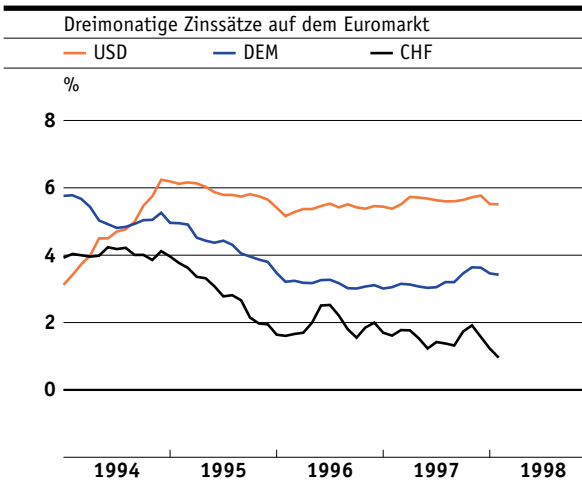
Obligationenrendite und Zinsstruktur

Grafik 9



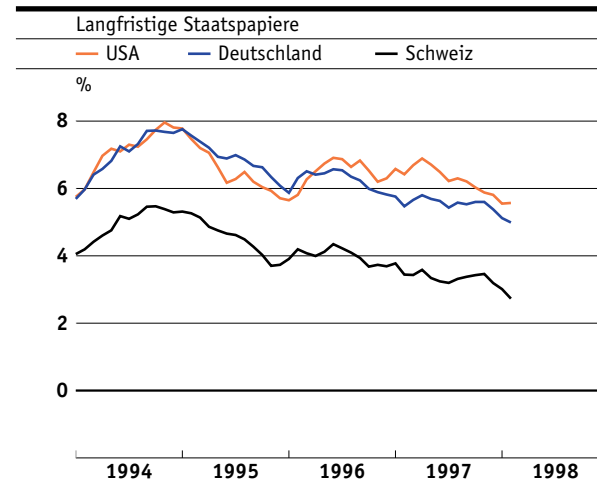
Zinssätze im Ausland

Grafik 10



Zinssätze im Ausland

Grafik 11



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

Höherbewertung des Dollars ...

Die internationalen Devisenmärkte waren im vierten Quartal 1997 vor allem von der Finanzkrise in Ostasien geprägt. Der anhaltende Kurszerfall der Währungen vieler asiatischer Schwellenländer führte zu einer Höherbewertung des amerikanischen Dollars, die bis Mitte Januar anhielt. In der zweiten Januarhälfte gab der Dollar wieder nach.

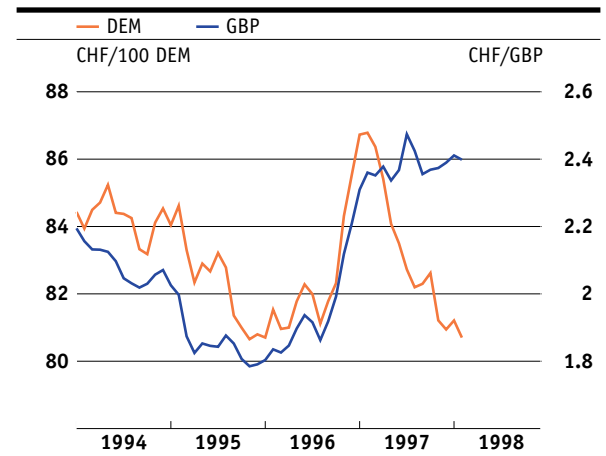
... und des Frankens

Auch der Kurs des Frankens wurde durch die Währungskrise beeinflusst. Wegen der unsicheren weiteren Entwicklung auf den Finanzmärkten flüchteten viele Anleger in den Franken. Während er sich gegenüber dem Dollar und dem britischen Pfund von November an wieder abschwächte, gewann er insbesondere gegenüber der D-Mark weiter an Wert.

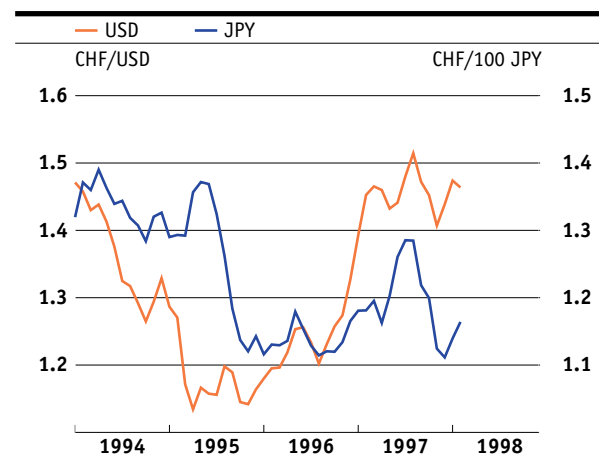
Im Verhältnis zur D-Mark wurde der Franken im Februar mit 80,65 Franken pro 100 D-Mark um rund 2,5% höher bewertet als im Oktober. Gegenüber dem japanischen Yen ergab sich eine etwas stärkere Höherbewertung. Im Vergleich zum Dollar und zum englischen Pfund notierte der Franken dagegen mit 1,47 bzw. 2,40 Franken um 0,8% bzw. 1,2% schwächer als im Oktober. Nominell und exportgewichtet stieg der Frankenkurs von Oktober 1997 bis Januar 1998 um 1,4% und lag damit um 4,1% über seinem Niveau vor Jahresfrist.

Der exportgewichtete reale Aussenwert des Frankens stieg im vierten Quartal um 1,5% gegenüber der Vorperiode an, bildete sich aber im Januar wieder knapp unter den mittleren Stand im vierten Quartal zurück. Im Vorjahresvergleich erhöhte er sich dennoch um 2,7%. Gegenüber der D-Mark betrug der Anstieg 6%, im Vergleich zum Franc und zur Lira 4,8% bzw. 5,5%. Dagegen büsste der Franken gegenüber dem Dollar und dem Pfund binnen Jahresfrist 7,2% bzw. 7,6% seines realen Kurswertes ein.

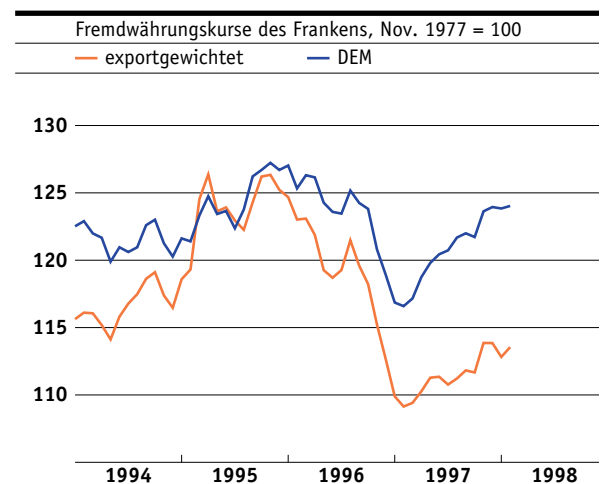
Devisenkurse Grafik 12



Devisenkurse Grafik 13



Reale Wechselkursindizes Grafik 14



Grafiken 12 - 14: Quelle: SNB

3 Gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Produktion

3.1 Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion

Breiter abgestützte Konjunkturerholung

In der Schweiz setzte sich die wirtschaftliche Erholung im vierten Quartal fort. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm gegenüber der Vorperiode weiter zu und übertraf damit den entsprechenden Vorjahresstand um 2%. Im Durchschnitt des Jahres erhöhte sich das Bruttoinlandprodukt um 0,7%, nachdem es im Vorjahr um 0,2% gesunken war.

Die Ausfuhren von Gütern und Dienstleistungen trugen im Vorjahresvergleich erneut mit Abstand am stärksten zum Wachstum der Gesamtnachfrage bei. Auch die inländische Nachfrage belebte sich jedoch im vierten Quartal. Insbesondere gingen vom privaten Konsum stärkere Impulse aus. Negativ ins Gewicht fielen dagegen die leicht rückläufigen Anlageinvestitionen. Wie in den beiden Vorquartalen war die Zunahme des Gesamtangebots von einem starken Anstieg der Importe begleitet.

Der monatlich von der KOF/ETH durchgeführte Konjunkturtest in der Industrie bestätigt das Bild eines sich festigenden Konjunkturaufschwungs. Der Sammelindikator «Geschäftsgang» nahm weiter zu. Alle Branchen mit Ausnahme der baunahen Branchen wiesen zumindest wieder einen befriedigenden Geschäftsgang aus. Im Unterschied zur Vorperiode war die weitere Aufhellung der Lage auf den verbesserten Geschäftsgang der für den Binnenmarkt produzierenden Unternehmen zurückzuführen. Dagegen sank der Sammelindikator in der Exportindustrie leicht, nachdem er sich in den ersten drei Quartalen des Jahres markant verbessert hatte. Die exportorientierten Unternehmen meldeten insbesondere einen stark verlangsamten Produktionszuwachs gegenüber dem vierten Quartal 1996. Der vom Bundesamt für Statistik erhobene Index der Industrieproduktion nahm im vierten Quartal saisonbereinigt weiter zu, und die Kapazitätsauslastung erhöhte sich auf 85,6%.

Günstige Produktionsaussichten

Die Produktionsaussichten in der verarbeitenden Industrie über die nächsten sechs Monate blieben günstig. Sowohl die Bestellungen aus dem Ausland als auch aus dem Inland stiegen im vierten

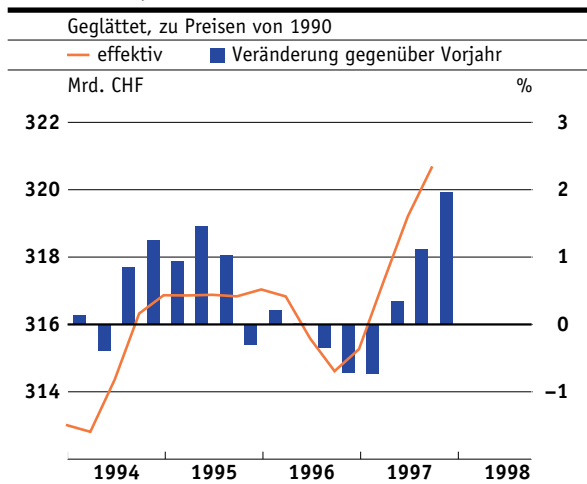
Bruttoinlandprodukt und seine Komponenten

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

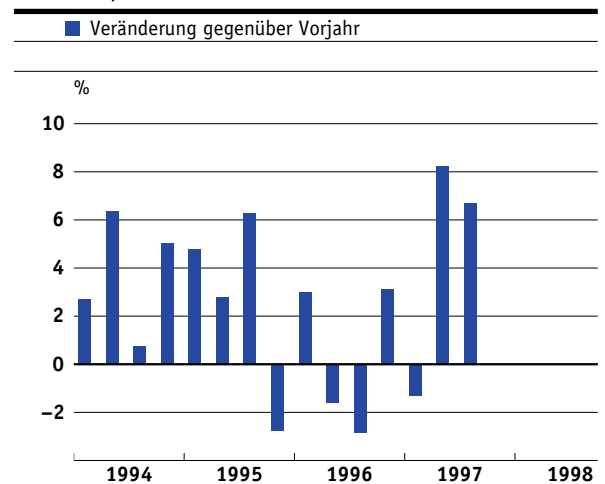
Tabelle 6

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

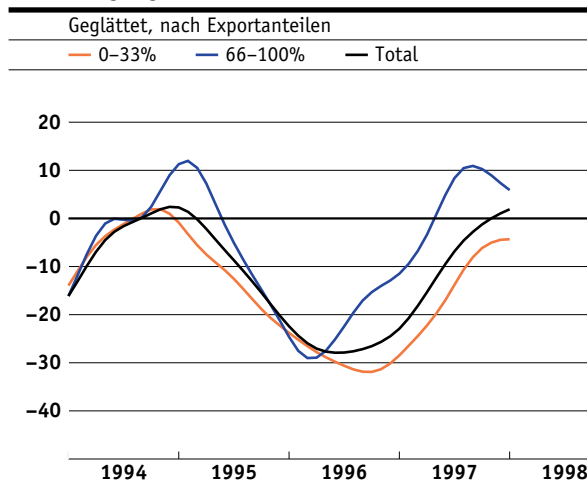
Bruttoinlandprodukt Grafik 15



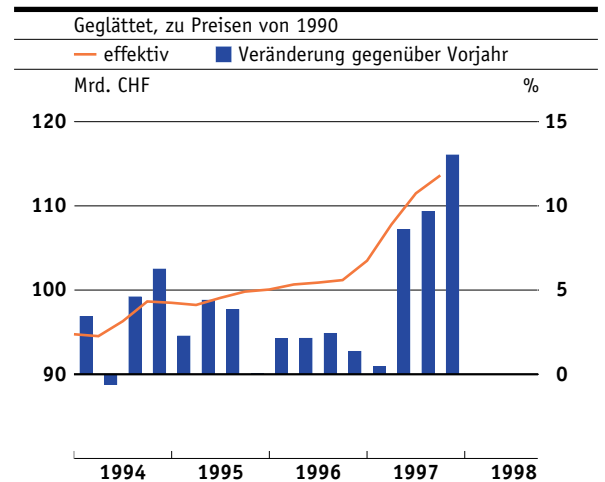
Industrieproduktion Grafik 17



Geschäftsgang in der Industrie Grafik 16



Exporte Grafik 18



Grafik 16: Der Sammelindikator «Geschäftsgang in der Industrie» setzt sich aus den Ergebnissen folgender vier Fragen zusammen:

Bestellungsengang und Produktion gegenüber dem Vorjahresmonat sowie den Beurteilungen des Auftragsbestandes und der Fertigfabrikatelager.
Quelle: Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich (KOF)

Grafiken 15, 17, 18: Quelle: BFS

Quartal, und die Lager an Fertigprodukten bildeten sich zurück. Der Auftragsbestand wurde aber immer noch als zu klein beurteilt. Für das erste Quartal 1998 rechnen die Unternehmen mit einer fortgesetzten, wenn auch verringerten Zunahme der Bestellungen sowie der Einkäufe von Vorprodukten. Dies gilt sowohl für die Klein- und Mittelbetriebe als auch für die grossen Unternehmen. Auch zwischen den binnenmarkt- und exportorientierten Unternehmen sind keine nennenswerten Unterschiede ersichtlich.

Nach Branchen aufgeteilt verbesserte sich die Geschäftslage in der Investitionsgüterindustrie besonders stark. In der Maschinen- und Apparateindustrie sowie in der Metallindustrie nahmen die Bestellungen gegenüber der Vorperiode weiter zu, und der Geschäftsgang bewegte sich zum ersten Mal seit Anfang 1995 wieder im positiven Bereich. In der Konsumgüterindustrie blieb die Entwicklung dagegen verhalten. Der Geschäftsgang der Bekleidungs-, der Textil- und der Nahrungsmittelindustrie verharrte weiterhin im negativen Bereich. Die Produktionsaussichten für die kommenden Monate verbesserten sich dagegen. So stiegen die Bestellungen gegenüber der Vorperiode, und für das erste Quartal 1998 wird mit einer anziehenden Nachfrage gerechnet.

3.2 Aussenhandel und Ertragsbilanz

Kräftiges Exportwachstum

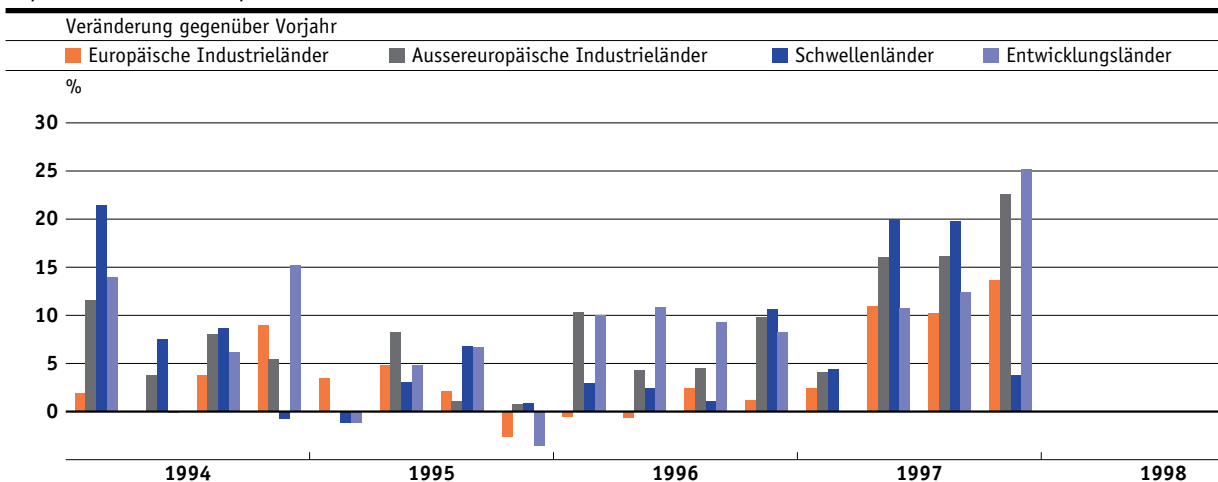
Der Aussenhandel entwickelte sich im vierten Quartal dynamisch. Die realen Güterexporte nahmen saison- und arbeitstagbereinigt gegenüber dem dritten Quartal markant zu und übertrafen damit ihr Vorjahresniveau um 12,6%. Die Ausfuhren von Konsumgütern erhöhten sich um 12,2%, diejenigen von Investitionsgütern um 13,2% und die Lieferungen von Rohstoffen und Halbfabrikaten etwas weniger stark um 11,5%.

Die starke Auslandnachfrage kam fast allen Branchen zugute. Die Ausfuhren der chemischen Industrie, der Präzisionsinstrumente- und der Uhrenindustrie sowie der Metallindustrie wuchsen rascher als in der Vorperiode. Die starke Zunahme der Lieferungen von chemischen Produkten war vor allem auf eine sehr rege Nachfrage nach Pharmazeutika zurückzuführen. In der Maschinen- und Elektronikindustrie sowie der Papierindustrie hielt das kräftige Exportwachstum an. Nach einem Rückgang im dritten Quartal nahmen die Lieferungen der Fahrzeugindustrie, der Bekleidungs- sowie der Nahrungs- und Genussmittelindustrie wieder leicht zu.

Nach Regionen gegliedert stiegen die Exporte in die europäischen Industrieländer mit nominell knapp 14% leicht schwächer als die Gesamtexporte. Die Lieferungen nach Frankreich, Grossbritannien, Spanien und Irland erhöhten sich dabei überdurchschnittlich, diejenigen nach Deutschland, Österreich und Italien leicht unterdurchschnittlich. Die Exporte in die Industrieländer ausserhalb Europas

Exporte nach Handelspartnern

Grafik 19



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

Reale Ausfuhren nach Verwendungszweck¹
Veränderungen gegenüber Vorjahr in Prozent²

Tabelle 7

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

Reale Einfuhren nach Verwendungszweck¹
Veränderungen gegenüber Vorjahr in Prozent²

Tabelle 8

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

Ertragsbilanz Salden in Mrd. Franken

Tabelle 9

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

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

2 nicht arbeitstagbereinigt
3 revidiert
4 Schätzung
p provisorisch

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

entwickelten sich dank der anhaltend kräftigen Nachfrage aus den Vereinigten Staaten besonders dynamisch. Die Ausfuhren in die USA lagen um 32% höher als vor Jahresfrist. Dagegen verlangsamte sich das Exportwachstum nach Japan deutlich auf 2,7%. Während die Ausfuhren in die Transformations- und Entwicklungsländer weiterhin kräftig wuchsen, hinterliess die Finanzkrise in Asien bei den Schwellenländern deutliche Spuren. Das Exportwachstum in diese Ländergruppe schwächte sich im vierten Quartal massiv von 20% auf 4% ab.

Schwächere Nachfrage aus Asien

Die Ausfuhren in die asiatischen Schwellenländer nahmen im Vorjahresvergleich um 1% ab, nach einem Zuwachs von 19% im dritten Quartal. Ihr Anteil beträgt rund 8% der gesamten schweizerischen Güterexporte. Gut 80% des Ausfuhrwertes in diese Region entfallen auf die vier Produktgruppen Maschinen und Elektronik, Instrumente, Uhren und Bijouterie sowie Chemikalien. Die Produzenten von Präzisionsinstrumenten, Uhren und Bijouteriewaren dürften die Krise deutlich spüren, entfallen doch rund 18% ihres Exportwertes auf die asiatischen Schwellenländer. Weniger ausgeprägt dürften die Auswirkungen für die Maschinen- und Elektronikindustrie sowie für die chemische Industrie sein, die lediglich knapp 9% bzw. 5% ihrer gesamten Exporte in die betreffenden Länder liefern.

Kräftiges Importwachstum

Die realen Einfuhren von Gütern nahmen auch im vierten Quartal saison- und arbeitstagbereinigt deutlich zu. Im Vorjahresvergleich stiegen sie mit 9,2% aber etwas langsamer als die Exporte. Wie in der Vorperiode expandierten die Importe von Rohstoffen und Halbfabrikaten überdurchschnittlich stark (13%). Die Einfuhren von Investitionsgütern wuchsen beschleunigt (10,5%), was vor allem auf vermehrte Lieferungen von Industriemaschinen zurückzuführen war. Auch die Importe von Konsumgütern übertrafen ihr Vorjahresniveau deutlich (6,2%). Dazu trugen vor allem die Einfuhren von Pharmazeutika sowie von Bekleidung und Schuhen bei.

Sowohl die Export- als auch die Importpreise stiegen im vierten Quartal langsamer als in den vorangegangenen Quartalen. Gemäss dem Mittelwertindex lagen die Exportpreise um 2,1% und die Importpreise um 3% über dem Vorjahresstand. Zu dieser Entwicklung dürfte der tendenzielle Anstieg des realen Frankenkurses im Laufe des Jahres beigetragen haben.

Höherer Ertragsbilanzüberschuss

Die nominellen Güterexporte nahmen im vierten Quartal mit 15,6% im Vorjahresvergleich etwas stärker zu als die Einfuhren. Erstmals seit einem Jahr wies die Handelsbilanz (Spezialhandel) damit wieder einen Überschuss aus (1,6 Mrd.). Der Aktivsaldo der Dienstleistungsbilanz erhöhte sich gegenüber der Vorjahresperiode um 0,5 Mrd. auf 4,1 Mrd. Franken. Sowohl die Einnahmen aus dem Fremdenverkehr als auch die Kommissionseinnahmen der Banken nahmen zu. Der Aktivsaldo der Arbeits- und Kapitaleinkommen sank um 0,3 Mrd. auf 4,0 Mrd. Franken. Der Überschuss der Ertragsbilanz vergrösserte sich gegenüber der Vorjahresperiode um 0,5 Mrd. auf 8,3 Mrd. Franken.

Im Jahre 1997 stieg der Ertragsbilanzüberschuss um 3,9 Mrd. auf 30,3 Mrd. Franken. Sein Anteil am Bruttoinlandprodukt belief sich damit auf 8,3%. Während der Saldo der Handelsbilanz (Spezialhandel) zwar positiv blieb, aber um 1,6 Mrd. Franken sank, erhöhte sich der Aktivsaldo der Dienstleistungsbilanz um 2,1 Mrd. Franken. Der Überschuss der Arbeits- und Kapitaleinkommen nahm um 3,2 Mrd. auf 17,5 Mrd. Franken zu.

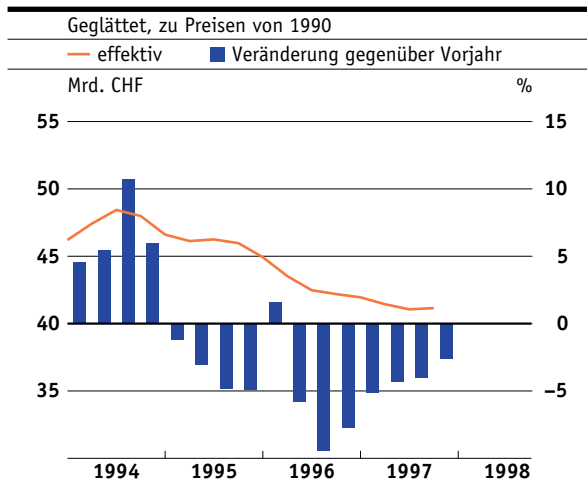
3.3 Investitionen

Im vierten Quartal 1997 stiegen die Anlageinvestitionen saisonbereinigt gegenüber der Vorperiode leicht. Sie lagen damit um 3,4% unter dem Vorjahresniveau, nachdem sie im dritten Quartal leicht zugenommen hatten. Während die rezessiven Tendenzen im Bausektor gegen das Jahresende nachliessen, verloren die Ausrüstungsinvestitionen an Schwung.

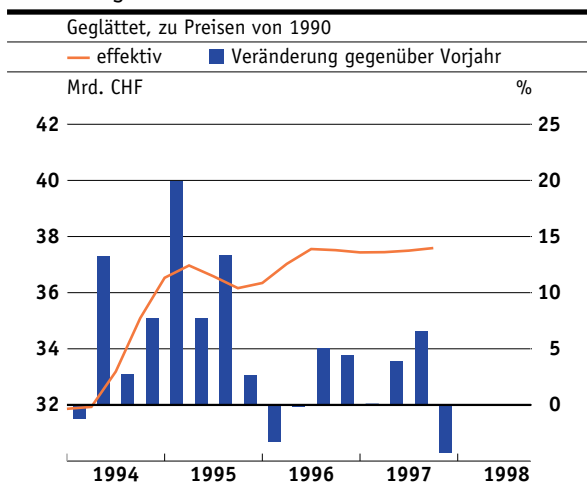
Nachlassende Baurezession

Die Bauinvestitionen lagen im vierten Quartal zwar noch um 2,6% unter ihrem Vorjahresniveau, saisonbereinigt nahmen sie aber nicht mehr weiter ab. Die Zementlieferungen übertrafen erstmals seit 1994 wieder ihr Vorjahresniveau. Die Verbesserung der Lage, die sich im dritten Quartal auf den öffentlichen Bau beschränkt hatte, war im vierten Quartal auch im Wohnungsbau spürbar. In beiden Sparten lagen die Auftragseingänge deutlich über ihrem Vorjahresniveau. Während im öffentlichen Bau auch der Auftragsbestand stark zunahm, kam im Wohnungsbau zumindest dessen Rückgang zum Stillstand. Im gewerblich-industriellen Bau sanken die Auftragseingänge und -bestände erneut stark.

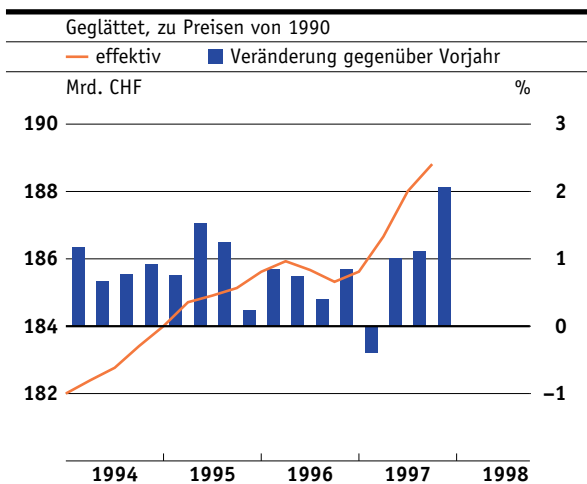
Bauinvestitionen Grafik 20



Ausrüstungsinvestitionen Grafik 21



Privater Konsum Grafik 22



Die Indikatoren des Industrietests und des Bautests der KOF/ETH bestätigen das Bild einer allmählichen Erholung. In der Industrie Steine und Erden bewegte sich der Indikator Geschäftsgang zwar weiterhin im negativen Bereich, doch verbesserte er sich im Vergleich zum Vorjahr. Der vierteljährliche Bautest zeigt deutlich die unterschiedliche Lage in den beiden Sektoren: Im Hochbau wurde die Geschäftslage pessimistischer eingeschätzt als im Tiefbau. Die Bautätigkeit nahm gegenüber dem Vorjahr aber nicht mehr so stark ab wie in den vorangegangenen Quartalen. Auch die Erwartungen bezüglich der Auftragseingänge für die nächsten drei und sechs Monate waren weniger düster. Die Beurteilung des Geschäftsgangs im Tiefbau verbesserte sich gegenüber dem Vorjahr dagegen markant. Während die Bautätigkeit ihr Vorjahresniveau nicht ganz erreichte, erwarten die Bauunternehmer in den nächsten drei bzw. sechs Monaten erstmals seit über drei Jahren wieder steigende Auftragseingänge.

Gemäss dem von Wüest & Partner berechneten Index bildeten sich die Preise auf dem Immobilienmarkt weiter zurück. Während die Preise für Eigentumswohnungen und für Büroräume gegenüber der Vorperiode nochmals um 2,8% bzw. 1,8% fielen, verbilligten sich die Mieten und Einfamilienhäuser nur noch geringfügig.

Nur leicht wachsende Ausrüstungsinvestitionen

Die Ausrüstungsinvestitionen wuchsen im vierten Quartal saisonbereinigt erneut nur leicht und erreichten damit ihr Vorjahresniveau nicht mehr. Die Importe von Investitionsgütern stiegen mit 10,5% innert Jahresfrist zwar stärker als in der Vorperiode (5,2%). Dagegen nahm das Volumen der für den inländischen Markt produzierten Investitionsgüter leicht ab. Der markante Anstieg des inländischen Bestellungseingangs im dritten und vierten Quartal deutet aber auf eine Belebung der Investitionstätigkeit im laufenden Jahr hin.

3.4 Konsum

Stärkere Konsumnachfrage

Die Belebung des privaten Konsums setzte sich im vierten Quartal fort. Die realen privaten Konsumausgaben stiegen gegenüber dem Vorquartal erneut und lagen damit um 2,1% über dem entsprechenden Vorjahresstand.

Die realen Detailhandelsumsätze pro Verkaufstag nahmen im Vorjahresvergleich um 1,9% zu, nachdem sie im dritten Quartal stagniert hatten. Die Verkäufe konjunktunempfindlicher dauerhafter Konsumgüter wuchsen überdurchschnittlich stark. Dies war vor allem auf die deutlich höheren Umsätze bei den Personenwagen, Möbeln und Haushaltsapparaten zurückzuführen. Nach einem Rückgang in den ersten neun Monaten von 1997 übertrafen die Käufe von Bekleidungsartikeln und Textilwaren im vierten Quartal ihr Vorjahresniveau wieder. Dagegen stagnierten die Umsätze von Nahrungs- und Genussmitteln. Die Anzahl der Übernachtungen inländischer Hotelgäste nahm weiter zu (3,8%).

Kaum verbesserte Konsumentenstimmung

Gemäss der Umfrage des Bundesamtes für Wirtschaft und Arbeit (BWA) vom Januar stieg der Index der Konsumentenstimmung nur noch geringfügig. Als Folge der Finanzkrise in Asien und des angekündigten Abbaus von Arbeitsplätzen im Zusammenhang mit der Fusion von Bankgesellschaft und Bankverein schätzten die Haushalte insbesondere die allgemeine wirtschaftliche Lage und die Arbeitsplatzsicherheit schlechter ein als im Oktober. Die Erholung des privaten Konsums dürfte sich in den kommenden Monaten dennoch fortsetzen, beurteilten doch die Haushalte ihre finanzielle

Lage und den Zeitpunkt für grössere Anschaffungen als besser. Gemäss der KOF-Umfrage erwarten die Detaillisten eine weitere Belebung der Geschäftsentwicklung. Zum ersten Mal seit zwei Jahren verbesserte sich auch die Ertragslage der Branche.

4 Arbeitsmarkt

4.1 Beschäftigung

Leichtes Beschäftigungswachstum

Die Lage am Arbeitsmarkt hellte sich im vierten Quartal auf. Die Beschäftigung nahm saisonbereinigt – gemessen am Beschäftigungsindex – gegenüber der Vorperiode zu und lag damit nur noch um 0,8% unter dem Vorjahresstand, verglichen mit einem Rückgang von 1,7% im dritten Quartal. Der Beschäftigungsindex misst die Vollzeitbeschäftigung sowie die Teilzeitbeschäftigung mit einem Pensum von 50% oder mehr (Teilzeit 1). Er umfasst damit knapp 90% der Beschäftigten. Auf den restlichen Teil entfällt die Teilzeit 2, die ein Wochenpensum von 6 Stunden bis zu 50% umfasst.

Die Voll- und Teilzeitbeschäftigung entwickelte sich im vierten Quartal gegenläufig (vgl. Grafik 23). Während die Teilzeit stark zunahm und damit den Vorjahresstand um 2,5% übertraf, sank die Vollzeitbeschäftigung. Im Vorjahresvergleich schwächte sich der Rückgang allerdings von 1,6% auf 1,3% ab.

In der verarbeitenden Industrie setzte sich der Beschäftigungsrückgang im Vorjahresvergleich unverändert fort (-2,4%), während er im Dienstleistungssektor zum Stillstand kam. Im Bausektor

Arbeitsmarkt nicht saisonbereinigte Zahlen

Tabelle 10

	1996		1997		1998				1998	
			4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	Jan.	Feb.	
Voll- und Teilzeitbeschäftigte ¹	-0,6	-1,6	-0,7	-1,9	-2,0	-1,7	-0,8	-	-	
Vollzeitbeschäftigte ¹	-1,0	-1,8	-1,3	-2,3	-2,1	-1,6	-1,3	-	-	
Arbeitslosenquote ^{2,3}	4,7	5,2	5,1	5,7	5,3	5,0	4,9	5,0	4,9	
Arbeitslose ³	168,6	188,3	183,1	204,7	191,7	180,2	176,7	182,5	176,5	
Stellensuchende ³	206,7	244,7	225,6	249,6	244,5	240,9	243,8	249,2	244,9	
Kurzarbeiter ³	13,1	6,6	12,6	14,8	6,4	2,2	3,0	4,6	-	
Gemeldete offene Stellen ³	5,6	9,4	5,0	7,4	10,5	10,4	9,5	10,7	12,4	

1 Index, Vollzeit plus Teilzeit 1 (Beschäftigungsgrad über 50%); 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

verlangsamte sich der Stellenabbau; er betrug noch 2%, gegenüber 4,4% im dritten Quartal.

Innerhalb der Industrie entwickelte sich die Beschäftigung unterschiedlich. In der chemischen Industrie nahm sie mit 3,1% deutlich, in der Gummi- und Kunststoffindustrie leicht zu (0,7%). Der Stellenabbau verlangsamte sich in der Maschinenindustrie, in der Holzindustrie und in der Papierindustrie. Dagegen verstärkte er sich im Bereich der Nahrungsmittel und Getränke, in der Textilindustrie sowie in der Bekleidungs- und Schuhindustrie.

Im Dienstleistungssektor verbesserte sich die Beschäftigungslage innert Jahresfrist vor allem im Gastgewerbe (7,2%) und bei den Informatikdiensten (13,5%). Während auf das Gastgewerbe gut 6% der Beschäftigung entfällt, machen die Informatikdienste lediglich 1% aus. Auch der Grosshandel, die öffentliche Verwaltung sowie der Bereich Forschung und Entwicklung wiesen einen deutlichen Beschäftigungszuwachs aus, während er mit 0,6% bei den Banken und Versicherungen bescheiden ausfiel. Deutlich unter dem Vorjahresstand lag die Beschäftigung im Autogewerbe, im Verkehr sowie im Gesundheits- und Sozialwesen.

Neben der Beschäftigung deuten auch andere Indikatoren auf eine allmählich wieder anziehende Nachfrage nach Arbeitskräften hin. Die Zahl der gemeldeten offenen Stellen sowie der Manpowerindex, der die Fläche der Stelleninserate in den Zeitungen misst, stiegen im vierten Quartal saisonbereinigt. Gleichzeitig erhöhte sich die Zahl der geleisteten Überstunden in der verarbeitenden Industrie, und die Beurteilung der Beschäftigungslage durch die Unternehmer fiel günstiger aus. Nur noch wenige der befragten Unternehmer schätzten die Zahl ihrer Mitarbeiter als zu hoch ein. Allerdings war die Verbesserung noch nicht in allen Branchen spürbar, sondern beschränkte sich vor allem auf die stark exportorientierten Unternehmen.

4.2 Arbeitslosigkeit

Rückgang der Arbeitslosenquote

Die Zahl der Arbeitslosen sank von September bis Dezember saisonbereinigt um gut 10 000 auf 175 100, und die Arbeitslosenquote verringerte sich von 5,1% auf 4,8%. Nach Dauer der Arbeitslosigkeit gliedert, nahm die Zahl der Arbeitslosen, die seit weniger als sechs Monaten erwerbslos sind,

leicht ab. Im mittleren Bereich von sechs bis zwölf Monaten war der stärkste Rückgang zu verzeichnen. Die Zahl der Personen, die länger als ein Jahr auf Stellensuche sind, blieb dagegen unverändert. Damit stieg der Anteil der Langzeitarbeitslosen von September bis Dezember nochmals leicht von 32,9% auf 33,7%. Rund 40% aller Erwerbslosen stammten aus dem Handel, dem Gastgewerbe und dem Baugewerbe.

In der Westschweiz und in der deutschen Schweiz sank die Arbeitslosenquote von September bis Dezember um 0,2 bzw. 0,3 Prozentpunkte auf 6,5% bzw. 4,1%. Dagegen verharrte sie im Tessin seit Anfang 1997 bei 7,8%. Nachdem sich die Arbeitslosenquote im Tessin bis 1996 auf einem etwas höheren Niveau ungefähr parallel zu jener der Westschweiz entwickelt hatte, verschlechterte sich die Arbeitsmarktlage im Jahre 1997 im Vergleich zu den anderen Sprachregionen. Im Jahre 1998 bildete sich die Arbeitslosenquote weiter zurück. Im Februar betrug sie saisonbereinigt 4,6%, gegenüber 5,4% vor Jahresfrist.

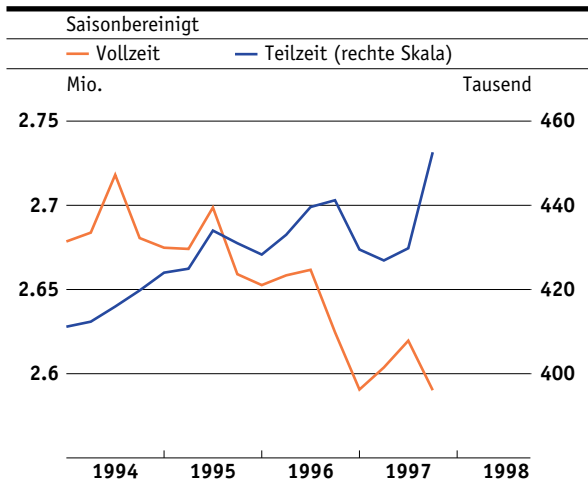
Leicht höhere Zahl der Stellensuchenden

Der Rückgang der Arbeitslosigkeit wurde auch im vierten Quartal durch die Anfang 1997 in Kraft getretenen Beschäftigungsmassnahmen der Kantone überzeichnet. Dies zeigt die Statistik der Zahl der Stellensuchenden, die neben den registrierten Arbeitslosen auch Personen umfasst, die sich in einem Beschäftigungsprogramm oder in Weiterbildung befinden, eine befristete Arbeitsstelle haben oder in der Rekrutenschule sind. Im vierten Quartal wurden durchschnittlich 244 000 Stellensuchende registriert, d.h. 19 000 mehr als im Vorjahr. Das BWA schätzt, dass rund 13 500 Personen in einem Beschäftigungsprogramm tätig waren.

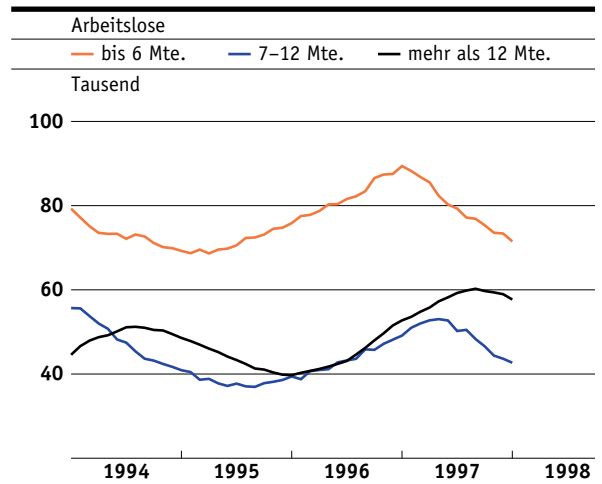
Weniger Kurzarbeit

Der Rückgang der Kurzarbeit, der Anfang 1997 begonnen hatte, setzte sich fort. Im vierten Quartal waren saisonbereinigt 3 300 Personen von Kurzarbeit betroffen, gegenüber 5 400 im Vorquartal und 13 300 im Vorjahr. Gegenüber der Vorperiode nahm die Zahl der durch Kurzarbeit ausgefallenen Arbeitsstunden um 28% ab. Am stärksten war der Rückgang im Bausektor, in der Elektronik- und in der Maschinenindustrie sowie bei den Beratungsdiensten. Der Bausektor blieb aber weiterhin am stärksten von Kurzarbeit betroffen, gefolgt von den Beratungsdiensten und vom Handel.

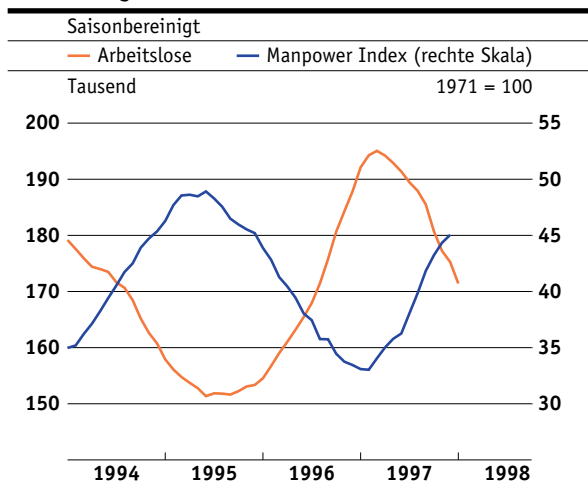
Voll- und Teilzeitbeschäftigung Grafik 23



Dauer der Arbeitslosigkeit Grafik 25



Arbeitslosigkeit und offene Stellen Grafik 24



5 Preise

5.1 Konsumentenpreise

Tiefe Teuerung im vierten Quartal...

Die Teuerung auf Konsumstufe bildete sich im vierten Quartal weiter auf 0,4% zurück (3. Quartal: 0,5%). Sowohl bei den Waren als auch bei den Dienstleistungen fiel der Preisanstieg geringer aus als im Vorquartal.

Die Waren verteuerten sich innert Jahresfrist um 0,6%. Die Energiepreise waren deutlich rückläufig. Dagegen stiegen die Preise der Nahrungsmittel und Getränke sowie der Gruppe Bekleidung und Schuhe stärker als in der Vorperiode.

Die Teuerung bei den privaten Dienstleistungen betrug im vierten Quartal noch 0,3% (3. Quartal: 0,4%). Die seit November 1997 stabilen Wohnungsmieten dämpften den Preisanstieg in diesem Bereich. Die Preise der öffentlichen Dienstleistungen sanken erneut (-0,5%), teilweise aufgrund der Deregulierungsmassnahmen im Telekommunikationsbereich. Die Kommunikationsdienstleistungen verbilligten sich innert Jahresfrist um durchschnittlich 10,6%.

Die Teuerung bei den ausländischen Waren und Dienstleistungen betrug im vierten Quartal 0,4%, gegenüber 0,9% im dritten Quartal. Sowohl die sinkenden Erdölpreise als auch die leichte Erstarkung des Frankens trugen zum Teuerungsrückgang bei. Der Preisanstieg der inländischen Güter verharrte bei 0,3%.

... stabile Preise im ersten Quartal

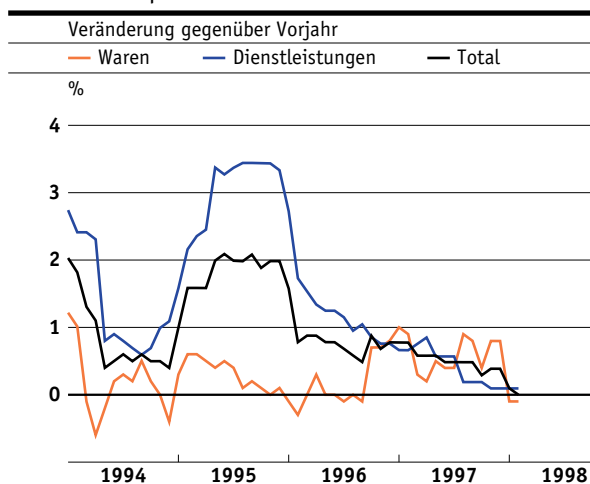
Im ersten Quartal blieben die Konsumentenpreise zum ersten Mal seit über 11 Jahren gegenüber dem Vorjahr stabil. In allen drei Monaten kompensierte der negative Teuerungsbeitrag der Auslandsgüter die Teuerung bei den inländischen Gütern. Der Preisanstieg bei den Dienstleistungen schwächte sich weiter ab. Die Waren verbilligten sich leicht gegenüber dem Vorjahr.

5.2 Preise des Gesamtangebots

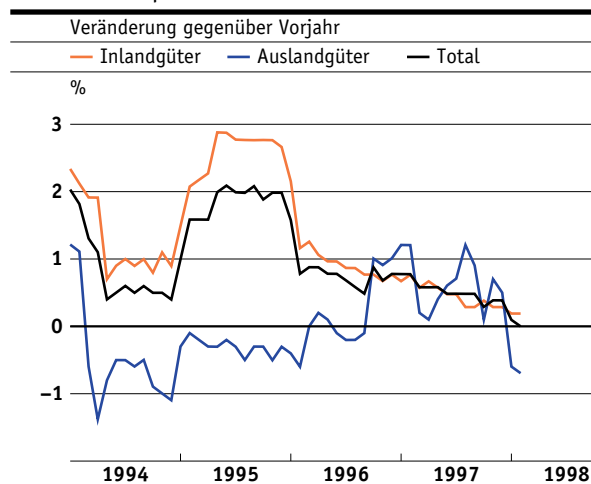
Unveränderte Produzentenpreise

Der Preisindex des Gesamtangebotes (Produzenten- und Importpreise) übertraf sein Vorjahresniveau im vierten Quartal unverändert um 0,9%. Der Produzentenpreisindex blieb innert Jahresfrist annähernd stabil (-0,1%). Bei den einzelnen Gütergruppen kam es jedoch zu deutlichen Veränderungen: Die Rohstoffe, insbesondere die landwirtschaftlichen Produkte, verteuerten sich stärker als in den vorangegangenen Quartalen, und bei den Investitionsgütern mässigte sich der Preisrückgang deutlich. Dagegen bildete sich die Teuerung bei den Konsumgütern weiter zurück. Die unterschiedliche Entwicklung spiegelt einerseits die Erholung der Industrieproduktion, andererseits die nach wie vor schwache Konsumnachfrage. Im Januar setzte sich diese Entwicklung fort. Die Produzentenpreise lagen um 0,2% unter ihrem Vorjahresniveau.

Konsumentenpreise Grafik 26



Konsumentenpreise Grafik 27



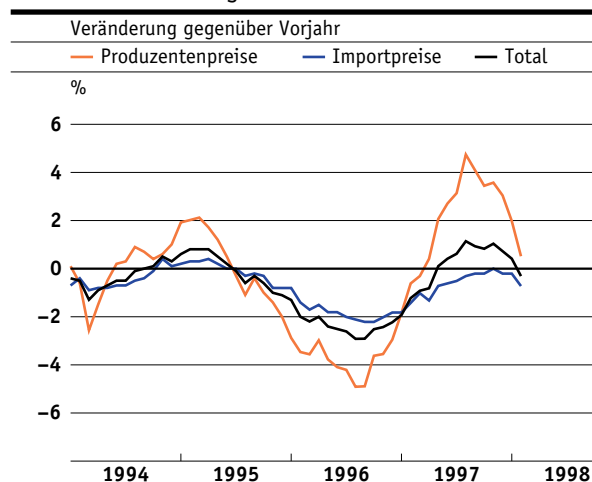
Geringere Importteuerung

Der Anstieg der Importpreise schwächte sich gegen das Jahresende hin ab, betrug aber immer noch 3,3% (3. Quartal: 4%). Die Preiserhöhungen bei den Rohstoffen waren zwar weiterhin ausgeprägt, infolge der sinkenden Erdölpreise fielen sie aber etwas weniger stark aus als im dritten Quartal. Die Preise der importierten Investitionsgüter gingen wie diejenigen der im Inland produzierten nur noch geringfügig zurück. Im Januar betrug die Importteuerung noch 2%.

5.3 Teuerungsaussichten

In den kommenden Monaten dürfte die Teuerung sehr tief bleiben, in einzelnen Monaten auch negativ sein. Die Wohnungsmieten werden aufgrund der jüngsten Hypothekarzinsenkung voraussichtlich noch einmal nachgeben und die Dienstleistungspreise weiterhin stabil halten. Das Gewicht der Wohnungsmieten am Index der Konsumentenpreise beträgt über 22%. Die leichte Erstarkung des Schweizer Frankens und der Rückgang der Erdölpreise von rund 30% zwischen Oktober 1997 und Januar 1998 dürften die importierte Teuerung sowohl auf Konsumstufe als auch auf der Stufe des Gesamtangebotes dämpfen.

Preise des Gesamtangebots Grafik 28



Grafiken 20 – 28: Quelle: BFS

Zur Geldpolitik im neuen Jahr

Referat von Hans Meyer,
Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank

Gehalten am 14. Januar 1998 an der Universität St. Gallen

Einleitung

Fast auf den Tag genau vor einem Vierteljahrhundert, am 23. Januar 1973, stellte die Schweizerische Nationalbank im Einvernehmen mit dem Bundesrat ihre massiven Devisenkäufe zur Stützung des Dollars ein. Die erneuten Spekulationswellen, die Anfang 1973 gegen den Dollar und europäische Währungen einsetzten, liessen keinen Zweifel, dass sich das Fixkurssystem von Bretton Woods überlebt hatte. Mit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen erhielten wir erstmals in der Nachkriegszeit die Möglichkeit, eine eigenständige Geldpolitik zu führen. Deren Ziel war unbestritten. Es galt, die hohe Teuerung und die tiefverwurzelten Inflationserwartungen einzudämmen und damit wieder stabile monetäre Rahmenbedingungen zu schaffen. Als Leitplanke für die Geldpolitik diente uns dabei die Entwicklung der Geldmenge, für welche wir ab 1975 fast ununterbrochen Ziele setzten – zuerst für die Geldmenge M_1 und ab 1980 für die Notenbankgeldmenge.

In den folgenden Jahren erfüllten sich nicht alle Hoffnungen, die in die flexiblen Wechselkurse gesetzt worden waren. Die realen Wechselkurse der verschiedenen Währungen waren zeitweise starken Schwankungen unterworfen. Die Schweiz bekam diese Fluktuationen besonders stark zu spüren. Finanzinnovationen untergruben sodann in einigen Ländern die Aussagekraft der Geldaggregate. Andere Strategien und Lösungsansätze hielten Einzug, welche die bisherige Geldmengensteuerung in vielen Ländern ablösten.

Eine Konstante aber blieb, nämlich die Einsicht, dass ein hoher Grad an Preisstabilität eine wesentliche Voraussetzung für ein ausgeglichenes Wirtschaftswachstum ist. Aus diesem Grunde wurde in der Folge das Ziel der Preisstabilität in vielen Zentralbankgesetzen, nicht zuletzt auch im Statut der künftigen Europäischen Zentralbank, verankert.

Wie auch immer die Geldpolitik konkret ausgestaltet wird, die Notenbank braucht Indikatoren, d.h. Orientierungsgrössen, die ihr langfristig und vorausschauend zeigen, wohin die Reise geht, wie sich das Preisniveau entwickeln wird. Sie muss diese Indikatoren bekanntgeben und ihre Bedeutung verständlich machen.

Die Kommunikation erfolgt über verschiedene Kanäle. In der Schweiz kommt dabei unseren Pressegesprächen, die zweimal jährlich stattfinden, eine bedeutende Rolle zu. Das Pressegespräch am Jahresende gibt uns jeweils Gelegenheit, auf das

vergangene Jahr zurückzublicken und das Erreichte mit unseren Erwartungen zu vergleichen. Vor allem aber dient es dazu, unsere geldpolitischen Absichten für das kommende Jahr zu erläutern. Ich möchte heute die Gelegenheit benützen, um die Geldpolitik, die wir für dieses Jahr vorsehen, darzustellen und Ihnen gleichzeitig einen Einblick in den geldpolitischen Entscheidungsprozess zu geben.

Bei unserem Pressegespräch vom Dezember ging es uns darum, drei Hauptbotschaften zu vermitteln:

- Wir kündigten erstens an, dass wir im Jahre 1998 keine Straffung der Geldpolitik beabsichtigen.
- Wir wiesen zweitens darauf hin, dass wir inskünftig dem breiteren Geldaggregat M_3 ein stärkeres Gewicht beimessen möchten.
- Wir gaben drittens bekannt, dass wir weiterhin auch andere Indikatoren zur Beurteilung der Geldpolitik heranziehen wollen.

Lassen sie mich auf diese drei Punkte näher eingehen.

1 Zur Geldpolitik im Jahre 1998

Welche Überlegungen stehen hinter dem Entscheid, die Geldpolitik im Jahre 1998 nicht zu straffen? Den Ausgangspunkt bilden die Einschätzung der Konjunkturlage und der Preisentwicklung sowie eine Beurteilung unserer bisherigen Geldpolitik.

Im Laufe des vergangenen Jahres kam die wirtschaftliche Erholung endlich in Gang. Die bedeutendsten Impulse gingen von den Exporten aus, die zunehmend an Dynamik gewannen. Die Binnenfrage belebte sich zaghaft; vor allem in einem wichtigen Sektor – der Bauwirtschaft – hielten die rezessiven Tendenzen an.

Im Laufe des Jahres begann auch die Zahl der Arbeitslosen leicht zu sinken. Dieser Rückgang war zwar zum grossen Teil auf die Beschäftigungsprogramme zurückzuführen, welche die Kantone aufgrund des revidierten Arbeitslosengesetzes anbieten. Andere Indikatoren deuteten aber darauf hin, dass die Talsohle durchschritten sei. Es war allerdings klar, dass der Abbau der Arbeitslosigkeit nur langsam erfolgen würde.

Mit einer durchschnittlichen Teuerung von 0,5% auf der Konsumentenstufe und unveränderten Produzenten- und Importpreisen herrschte in der Schweiz im vergangenen Jahr Preisstabilität. Eine Teuerungsgefahr war nicht auszumachen. Im Gegen-

teil: Liberalisierungsmassnahmen und verschärfter Wettbewerb setzen die Preise in einigen Bereichen wie beispielsweise dem Kommunikationssektor unter Druck.

Die Aussichten für 1998 sahen günstig aus. Zwar erwartete niemand einen fulminanten Wachstumsschub. Die weiterhin gute internationale Konjunkturlage deutete aber auf eine robuste Nachfrage nach schweizerischen Exportgütern hin. Die Binnennachfrage sollte Tritt fassen und insbesondere die Bauwirtschaft allmählich Boden finden. Unter diesen Umständen rechneten die Konjunkturforschungsstellen mit einem Anstieg des realen Bruttoinlandproduktes von knapp 2%. Dies entspricht ungefähr dem längerfristigen Trendwachstum. Nach der langanhaltenden Stagnation befindet sich die schweizerische Wirtschaft aber unter dem langfristigen Wachstumspfad. Mit einem Wachstum von 2% würde sich deshalb die Produktionslücke nur teilweise schliessen. Immerhin liessen die Prognosen aber erwarten, dass wir wieder den Anschluss an den internationalen Wachstumsweg finden würden.

Als Notenbank müssen wir uns jeweils in einem nächsten Schritt fragen, wie sich unsere Geldpolitik der vergangenen Monate und Jahre auf die künftige Konjunktur- und Preisentwicklung auswirken wird. Aufgrund der Verzögerung, mit der die Geldpolitik auf die Preise wirkt, gilt es abzuschätzen, ob allfällige Korrekturmassnahmen nötig sein könnten.

Die Beurteilung der Geldpolitik – des geldpolitischen Restriktionsgrades – war Ende 1997 schwieriger als in früheren Jahren. Die Notenbankgeldmenge, unser Hauptindikator, wuchs zu Beginn von 1997 sehr rasch. Vor allem die Nachfrage nach Tausendernoten nahm plötzlich stark zu, ein Phänomen, das sich weder mit der Einkommens- noch mit der Zinsentwicklung erklären liess. Wir mussten davon ausgehen, dass es sich um eine Verschiebung der Nachfrage handle. Wir alimentierten aus diesem Grunde die zusätzliche Nachfrage nach Banknoten durch eine entsprechende Ausweitung des Geldangebotes, da sie sonst einen unerwünschten Anstieg der Zinssätze ausgelöst hätte.

Es war jedenfalls klar, dass die Notenbankgeldmenge den geldpolitischen Expansionsgrad im Jahre 1997 stark überzeichnete und dadurch ihre Aussagekraft als geldpolitischer Indikator zumindest vorübergehend eingebüsst hatte. In dieser Situation richteten wir unser Augenmerk vermehrt auf die breiteren Geldaggregate. Im Vordergrund

stand die Geldmenge M_3 , die einen zuverlässigen Zusammenhang zur Entwicklung des Preisniveaus aufweist.

Seit Ende 1995 beschleunigte sich das Wachstum von M_3 . Dies widerspiegelte unsere lockere Geldpolitik. In der ersten Hälfte von 1997 wuchs M_3 weiterhin stark. Wir waren daher der Meinung, eine Straffung der Geldpolitik dränge sich früher oder später auf. Als sich die Zeichen einer konjunkturellen Erholung verdichtet hatten, liessen wir im letzten Oktober einen beschränkten Anstieg der Geldmarktsätze zu. Es handelte sich dabei nicht um einen isolierten Zinsanstieg, sondern um eine Bewegung im Einklang mit der Zinsentwicklung in anderen europäischen Ländern, insbesondere in Deutschland. Wir erachteten die leichte Straffung der Geldpolitik als notwendig, um das Geldmengenwachstum zu mässigen und damit die Preisstabilität auch längerfristig zu bewahren.

Diese Einschätzung der Lage änderte sich jedoch im Laufe des vierten Quartals. Die Krise in Südostasien führte an den Finanzmärkten weltweit zu Kursausschlägen und zeigte damit eindrücklich die zunehmende Verflechtung der Weltwirtschaft. Der Franken geriet unter Aufwertungsdruck und verschärfte so den Restriktionsgrad der Geldpolitik. Ende November brachten wir klar zum Ausdruck, dass wir einen Aufwertungsschub nicht zulassen würden. Wir führten dem Geldmarkt zusätzliche Liquidität zu, um der Höherbewertung des Frankens entgegenzuwirken. Ende Oktober lag das Wachstum von M_3 mit 4% wie schon im September wieder in einem Bereich, der mit Preisstabilität in Einklang stehen dürfte. Dies führte uns zum Schlusse, dass der Anfang 1997 noch bestehende Geldüberhang inzwischen weitgehend abgebaut war. Eine eingehende Analyse der Notenbankgeldmenge bestätigte diese Einschätzung: Berücksichtigte man die erwähnten Nachfrageverschiebungen, so verlief die Notenbankgeldmenge nahe beim mittelfristigen Zielpfad von 1%.

Die Normalisierung des Geldmengenwachstums liess zunächst Spielraum, um auf den Wechselkurs Rücksicht zu nehmen, ohne die Preisstabilität mittelfristig zu gefährden. Vor allem aber bedeutete sie, dass keine Notwendigkeit bestand, die geldpolitischen Zügel im Jahre 1998 zu straffen. Entwickelte sich nämlich das reale Wirtschaftswachstum wie erwartet, so würde das Geldmengenwachstum weiterhin in einem Bereich bleiben, der mit einem ausgeglichenen Wirtschaftswachstum und Preisstabilität vereinbar wäre.

Wie Sie sehen, beruht die Festlegung der Geldpolitik in hohem Masse auf Prognosen. Dies hat wiederum zur Folge, dass vom Kurs abgewichen werden muss, falls sich die Dinge deutlich anders entwickeln als erwartet. In jüngster Zeit veranlasste die Krise in Südostasien den Internationalen Währungsfonds und die OECD, ihre Wachstumsprognosen für die Industrieländer leicht nach unten zu revidieren. Die Folgen solcher Krisen sind äusserst schwierig abzuschätzen. Sicher müssen wir auf der Hut sein. Sollte das Realwachstum in diesem Jahr wesentlich schwächer ausfallen, dürfte auch das Geldmengenwachstum der Tendenz nach deutlich sinken. Um ein solches unerwünschtes Absinken zu verhindern, wäre ein weiterer Zinsrückgang erforderlich. Würde dagegen der Konjunkturaufschwung über Erwarten stark ausfallen, müssten wir grundsätzlich einen Anstieg der Zinssätze zulassen. Dies allerdings nicht, bevor auch andere Indikatoren – insbesondere die Entwicklung der Wechselkurse, der Auslandkonjunktur, der langfristigen Zinssätze und der Inflationserwartungen – einer erneuten Beurteilung unterzogen würden. Ich werde auf diesen Punkt nochmals zurückkommen.

2 Die Geldmenge M_3 als geldpolitischer Indikator

Damit komme ich zum zweiten Punkt unseres Pressegesprächs – die vermehrte Berücksichtigung des breiteren Geldaggregates M_3 .

Geldpolitische Impulse wirken bekanntlich zuerst auf die gesamtwirtschaftliche Produktion und mit einer erheblichen Verzögerung schliesslich auf das Preisniveau. Eine Notenbank braucht deshalb vorlaufende Indikatoren, die über die künftige Entwicklung der Produktion und der Preise, kurz des nominellen Bruttoinlandproduktes, Auskunft geben. Nur wenn sie über solche Indikatoren verfügt, ist sie in der Lage, die Geldpolitik sach- und zeitgerecht zu führen.

Zu den wichtigsten vorlaufenden Indikatoren gehören die Geldaggregate. Ihnen kommt deshalb in allen geldpolitischen Strategien eine bedeutende Rolle zu. Dies muss nicht immer bedeuten, dass die Notenbank für die Geldaggregate auch Ziele veröffentlicht. In den letzten Jahren kamen einige Zentralbanken davon ab, Geldmengenziele bekanntzugeben. Der Grund lag in der Instabilität der Geldnachfrage – meist verursacht durch Finanzinno-

tionen. Diese Notenbanken – ein prominentes Beispiel ist die Bank of England – ziehen statt dessen eine Vielzahl von Indikatoren heran, um die künftige Entwicklung von Produktion und Preisen zu prognostizieren. Weichen die Prognosen von der angestrebten Entwicklung ab, ergreift die Notenbank entsprechende Massnahmen. Die Geldaggregate stehen zwar bei der Kommunikation der Geldpolitik nicht mehr im Vordergrund. Sie nehmen aber unter den verschiedenen geldpolitischen Indikatoren weiterhin einen wichtigen Platz ein.

In der Schweiz diente wie gesagt seit 1980 die Notenbankgeldmenge als Hauptindikator. Es handelt sich dabei um ein sehr enges Aggregat, das der Summe aus dem Notenumlauf und den Giroguthaben der Banken bei der Nationalbank entspricht. Bis 1989 legten wir für dieses Aggregat Jahreswachstumsziele fest. 1990 gingen wir zu einem mittelfristigen Wachstumspfad über. Die Notenbankgeldmenge hat gegenüber anderen Geldaggregaten Vorzüge. Sie ist grundsätzlich ein zuverlässiger geldpolitischer Indikator. Von Vorteil sind auch ihre gute Steuerbarkeit, die tägliche Verfügbarkeit der Daten und nicht zuletzt die Tatsache, dass sie im Vergleich zu den breiteren Geldaggregaten kurzfristig weit geringeren Schwankungen unterworfen ist. Sie lässt sich dadurch vergleichsweise leicht interpretieren.

Wie erwähnt, traten aber bei der Notenbankgeldmenge in den Jahren 1996 und 1997 Probleme auf, die sich Anfang 1997 durch die massive Zunahme der Nachfrage nach Tausendernoten zuspitzten. Zwar gelang es uns, diese Verzerrungen einigermaßen herauszufiltern und dadurch weiterhin nützliche Informationen aus der Notenbankgeldmenge zu ziehen. Die Verzerrungen erschwerten aber die Kommunikation der Geldpolitik erheblich. Wir beschlossen deshalb, neben der Notenbankgeldmenge zumindest vorübergehend noch vermehrt andere Indikatoren heranzuziehen.

Wir befinden uns in der Schweiz nach wie vor in der komfortablen Lage, dass die breiteren Geldaggregate längerfristig immer noch eine ziemlich stabile Beziehung zum Preisniveau aufweisen. Ökonometrische Modelle der schweizerischen Preisentwicklung erklären denn auch den langfristigen Inflationstrend vor allem mit dem Wachstum der Geldaggregate. Dennoch eignen sich nicht alle Geldaggregate gleich gut als geldpolitische Indikatoren. Der Hauptgrund liegt – wie ich bereits angetönt habe – in ihrer unterschiedlichen Zinsvolatilität.

Was bedeutet dies? Die Zinssätze weisen ein ausgeprägtes zyklisches Muster auf. In Zeiten der Hochkonjunktur wird das Geldkleid, das die Zentralbank im Hinblick auf die mittelfristige Preisstabilität geschneidert hat, zunehmend enger. Die Liquidität wird knapper, und die Zinsen steigen. Flacht umgekehrt die Konjunktur ab, sinkt auch die Geldnachfrage mit der rückläufigen wirtschaftlichen Aktivität. Dies äussert sich in sinkenden Zinssätzen. Solche prozyklischen Zinsbewegungen sind durchaus erwünscht. Indem die Geldpolitik solche Zinsbewegungen auslöst, wirkt sie auch als Konjunkturstabilisator.

Die Geldnachfrage wird aber bekanntlich nicht nur durch das Einkommen, sondern auch durch die Zinsentwicklung beeinflusst – und zwar im gegenläufigen Sinn. Steigen die Zinsen zum Beispiel im Konjunkturverlauf, so sinkt die Geldnachfrage, da das Halten von unverzinsten oder tiefverzinsten Zahlungsmitteln Kosten in Form entgangener Zinsen verursacht. Die Wirtschaftssubjekte versuchen, diese Opportunitätskosten möglichst gering zu halten, indem sie die Geldhaltung zulasten höher verzinslicher Anlagen vermindern. Umgekehrt nimmt die Geldnachfrage wieder zu, sobald die Zinssätze sinken und die Opportunitätskosten nicht mehr so stark ins Gewicht fallen.

Bei den Geldaggregaten M_1 und M_2 , welche mit den Sicht- und Spareinlagen unverzinsliche oder eher tief verzinsten Geldformen umfassen, sind die Opportunitätskosten besonders stark spürbar. Zinserhöhungen lösen deshalb regelmässig Umschichtungen in höher verzinsliche Anlagen wie Termineinlagen aus, die in den beiden Aggregaten nicht enthalten sind. Dies führt zu einer hohen Volatilität von M_1 und M_2 . Es ist daher oft schwierig, aus deren Entwicklung einen Trend herauszulesen und Anhaltspunkte für den Restriktionsgrad der Geldpolitik zu gewinnen. Deshalb hat sich unsere Aufmerksamkeit in der letzten Zeit vermehrt auf die Geldmenge M_3 gerichtet, welche die Termineinlagen mitumfasst und damit gegenüber zinsbedingten Umschichtungen weniger empfindlich ist.

Wie ich bereits dargelegt habe, besteht zwischen dem Wachstum von M_3 und der Inflationsentwicklung rund drei Jahre später ein stabiler Zusammenhang. Damit erfüllt M_3 die Hauptanforderung an einen geldpolitischen Indikator. Untersuchungen zeigen, dass ein durchschnittliches Wachstum von M_3 in der Grössenordnung von 4% längerfristig mit Preisstabilität in Einklang steht.

Dieses Wachstum ist im Vergleich zu jenem der Notenbankgeldmenge von 1% hoch. Wie kommt dieser Wert zustande? Wir gehen davon aus, dass das Potentialwachstum in der Schweiz etwa 2% pro Jahr beträgt und Preisstabilität mit einem Anstieg des Konsumentenpreisindex in der Grössenordnung von 1% pro Jahr erreicht ist. Dies ergibt ein längerfristiges Wachstum des nominellen Bruttoinlandsproduktes von 3% pro Jahr. Es gilt nun aber zu berücksichtigen, dass die Umlaufgeschwindigkeit von M_3 im Zeitverlauf leicht sinkt. Der Grund liegt darin, dass eine wichtige Komponente von M_3 – die Termineinlagen – über die Zeit hinweg wesentlich stärker steigt als das nominale Bruttoinlandsprodukt. Dies deshalb, weil die Termineinlagen nicht als Transaktionsmittel, sondern als Vermögenanlage dienen.

Auch M_3 weist eine gewisse Zinsempfindlichkeit auf. Auch bei diesem Aggregat kann deshalb die Inflationsentwicklung nicht mechanisch extrapoliert werden. In den Jahren 1982 und 1993/94 beschleunigte sich beispielsweise das Wachstum von M_3 vorübergehend deutlich, ohne dass dies drei Jahre später einen Inflationsanstieg ausgelöst hätte. Mit einem höheren Wachstum von M_3 wird somit nicht unbedingt ein Inflationspotential aufgebaut. Der Grund liegt in der erwähnten zyklischen Bewegung der Zinssätze. In den Jahren 1982 und 1993/94 gingen die inländischen Zinssätze im Gefolge des Konjunkturreinbruchs zurück. Deshalb stieg die Geldnachfrage markant, und das Wachstum von M_3 beschleunigte sich. Eine Inflationsgefahr war damit nicht verbunden. Die Wachstumsbeschleunigung von M_3 war lediglich eine Begleiterscheinung des Zinsrückgangs.

Diese durch die Zinsbewegungen ausgelösten Schwankungen können unter Umständen die Kommunikation der Geldpolitik erschweren. Dazu kommt ein weiteres Problem. Die Geldmenge M_3 reagiert vor allem auf die langfristigen Zinssätze. Diese hängen aber nicht nur von der Entwicklung der inländischen Geldmarktsätze, sondern auch von anderen Einflussfaktoren wie den Zinsbewegungen im Ausland und den Inflationserwartungen ab. Steigen die langfristigen Zinssätze im Ausland, so kann dies eine Wachstumsabschwächung von M_3 zur Folge haben. Damit wird der Restriktionsgrad der Geldpolitik unter Umständen unnötig verschärft. Widerspiegelt der Anstieg der langfristigen Zinssätze dagegen zunehmende Inflationserwartungen, dann kann die damit verbundene Verschärfung der Geldpolitik sogar erwünscht sein.

Damit komme ich zum letzten Punkt unseres Pressegesprächs, nämlich die Bedeutung weiterer geldpolitischer Indikatoren.

3 Die Rolle weiterer Indikatoren

Die Geldmenge M_3 – wie auch die anderen aussagekräftigen Geldaggregate – sind Indikatoren, die Aufschlüsse über die Inflationsentwicklung in der längeren Frist geben. Für Prognosen der Preisentwicklung über die kurze Frist bis zu drei Jahren sind sie dagegen nicht geeignet. Eine Notenbank muss sich aber auch über diesen Zeitraum, d. h. die Zwischenstadien des geldpolitischen Transmissionsmechanismus, ein Bild machen können. Aus diesem Grund muss sie weitere Indikatoren zur Beurteilung der Geldpolitik heranziehen.

Die wirtschaftliche Dynamik übt einen entscheidenden Einfluss auf die Inflation aus. Ein recht zuverlässiger Indikator für die kurzfristige Preisentwicklung ist in vielen Ländern die Produktionslücke. Diese misst die positive oder negative Abweichung zwischen der tatsächlichen Produktion und dem langfristigen Wachstumspfad und lässt damit Rückschlüsse über den vorhandenen Kapazitätsspielraum zu. Nähert sich die tatsächliche Produktion rasch dem langfristigen Wachstumspfad oder droht sie gar darüber hinaus zu wachsen, so kündigt dies preistreibende Verknappungen an. Die Notenbank wird dann eine Straffung der Geldpolitik ins Auge fassen müssen. Umgekehrt deutet eine grosse Produktionslücke auf bestehende Überkapazitäten hin, die in absehbarer Zeit das Risiko eines Teuerungsanstieges als gering erscheinen lassen.

In der Praxis ist die Messung der Produktionslücke allerdings ein schwieriges Unterfangen. Das Ergebnis hängt entscheidend davon ab, von welchem Trendwachstum man ausgeht. So weist die Schweiz beispielsweise heute eine hohe Produktionslücke von mehr als 4% auf, wenn wir davon ausgehen, dass das langfristige Potentialwachstum in den neunziger Jahren unverändert bei knapp 2% blieb. Es ist aber durchaus möglich, dass die lange Stagnationsphase zusammen mit dem raschen Strukturwandel vorübergehend das Trendwachstum senkte. Die verfügbaren Produktionsreserven wären dann kleiner, als die Produktionslücke vermuten lässt.

Als Ergänzung zur Produktionslücke müssen daher eine Reihe weiterer Indikatoren herangezogen

werden. Dazu gehören beispielsweise die Angebots- und Nachfrageverhältnisse am Arbeitsmarkt, die einen Hinweis auf die künftige Entwicklung der Lohnkosten geben. Auch hier stehen wir allerdings vor dem Problem, dass die Höhe der Arbeitslosigkeit allein noch nicht alles besagt. Wir müssen insbesondere abzuschätzen versuchen, welcher Teil der Arbeitslosigkeit strukturelle Ursachen hat und damit von der Konjunkturlage unabhängig ist.

In einer offenen Volkswirtschaft wie der Schweiz üben auch Wechselkursausschläge einen starken Einfluss auf die Inflationsentwicklung aus. Neben der Produktionslücke und der Analyse des Arbeitsmarktes ist daher auch die Entwicklung des realen Wechselkurses ein wichtiger Indikator für die Inflation in der kurzen Frist. Eine Abschwächung des realen Wechselkurses bringt die Gefahr eines importierten Inflationsanstieges, ein starker Anstieg kann deflationäre Tendenzen zur Folge haben. Wie rasch sich wechsellkursbedingte Preissteigerungen auf das Preisniveau niederschlagen, hängt wiederum davon ab, wie sich die Nachfrageverhältnisse entwickeln. So war es angesichts der immer noch flauen Binnennachfrage nicht überraschend, dass die Preise für importierte Güter im letzten Jahr kaum anzogen, obschon der reale Frankenkurs bis Anfang 1997 deutlich gesunken war.

Gewisse Rückschlüsse auf die Inflationsentwicklung lassen sich schliesslich auch aus dem Verlauf der langfristigen Zinssätze ziehen. Ein Anstieg kann darauf hinweisen, dass die Inflationserwartungen in der Wirtschaft zunehmen und deshalb Vorsicht geboten ist. Die langfristigen Zinssätze können aber auch aus anderen Gründen steigen, zum Beispiel infolge höherer Zinssätze im Ausland. Es ist ausserdem nie auszuschliessen, dass sich wegen der relativen Knappheit auf den Kapitalmärkten oder der Produktivitätsentwicklung die reale Rendite des Kapitals verändert hat.

Sie sehen: Bevor aus dem Verlauf der kurzfristigen Indikatoren Folgerungen für die Geldpolitik gezogen werden können, bedarf es einer eingehenden Analyse. Die Indikatoren dürfen nicht isoliert betrachtet, sondern müssen im Gesamtzusammenhang gesehen werden. Vor allem aber sind sie kein Ersatz, sondern eine wichtige Ergänzung zu den Geldaggregaten. Dies aufgrund der langen Verzögerung, mit der sich die Geldpolitik auf die Preisentwicklung auswirkt. Signalisiert beispielsweise die sich rasch schliessende Produktionslücke eine Inflationsgefahr, dann ist es zumeist zu spät, um den Preisanstieg zu vermeiden. Die Notenbank kann

ihn im besten Fall noch mildern. Sie kommt daher nicht ohne Indikatoren aus, die wie die Geldaggregate über die längerfristige Preisentwicklung Aufschluss geben.

4 Zusammenfassung und Ausblick

Damit komme ich zum Schluss. Ich habe meine Ausführungen mit der Aussage eingeleitet, dass wir in diesem Jahr keine Straffung der Geldpolitik beabsichtigen. Ich sagte weiter, dass wir die Inflationsrisiken derzeit als gering erachten. Diese Aussage lässt sich sowohl aufgrund der Entwicklung der Geldaggregate als auch der kurzfristigen Indikatoren begründen. Wir befinden uns mit anderen Worten momentan in der glücklichen Lage, dass alle wichtigen Indikatoren in die gleiche Richtung weisen. Dies wird nicht immer so sein. Die Notenbanken befinden sich in der Regel auf heiklen Gratwanderungen. Unter Umständen sind sie sogar gezwungen, vom stabilitätsgerechten Kurs abzuweichen. Störungen an den Finanzmärkten können dafür ein Grund sein. Starke Schwankungen des Frankenkurses – ausgelöst durch den Übergang in die dritte Stufe der Währungsunion – sind ein Szenario, mit dem wir heute konkret rechnen müssen. Wir haben deshalb an unserem Pressegespräch klar darauf hingewiesen, dass wir einer gesamtwirtschaftlich unerwünschten Wechselkursentwicklung mit unseren geldpolitischen Mitteln entgegenzutreten werden.

Unsere geldpolitischen Absichten für das neue Jahr wurden alles in allem gut aufgenommen. Wir nehmen das gerne zur Kenntnis. Für unsere Geldpolitik brauchen wir den Rückhalt von Wirtschaft und Gesellschaft. Wir brauchen ihn aber nicht nur heute, wo wir eine weiterhin grosszügige Geldpolitik und tiefe Zinssätze in Aussicht stellen können. Wir werden ihn auch in Zeiten benötigen, in denen die geldpolitischen Zügel gestrafft werden müssen, um die Preisstabilität längerfristig zu sichern.

Es ist mit anderen Worten der gesellschaftliche Konsens bezüglich der Preisstabilität, der die Grundlage für eine stabilitätsorientierte Geldpolitik bildet. Dieser Konsens muss drei Elemente umfassen. Er muss erstens beinhalten, dass der volkswirtschaftliche Nutzen der Preisstabilität erkannt und die erheblichen Kosten der Inflation vorübergehender Vorteile wegen nicht einfach verdrängt werden. Der Konsens muss sodann die Grenzen der Möglichkeiten der Geldpolitik einschliessen. Die Geldpolitik

ist zwar ein wirkungsvolles wirtschaftspolitisches Instrument. Ihr Einsatz ist aber angesichts der langen Wirkungsverzögerungen, denen sie ausgesetzt ist, alles andere als einfach. Sie kann auf die Länge nur die Preisentwicklung beeinflussen. Durch die Gewährleistung stabiler monetärer Rahmenbedingungen bereitet die Geldpolitik den Boden für eine dynamische Entfaltung der Wirtschaft. Der Konsens muss schliesslich ein gesundes Misstrauen gegenüber einfachen Rezepten, wie der oft allzu vordergründigen Forderung nach einer flexiblen, kurzfristig orientierten Geldpolitik beinhalten.

In der Schweiz konnten wir bis anhin auf einen solchen Konsens zählen. Dies war die Voraussetzung, dass nach dem Zusammenbruch des Fixkurssystems von Bretton Woods vor einem Vierteljahrhundert trotz mancher Rückschläge ein hoher Grad an Preisstabilität erreichte wurde. Ich hoffe, dass sich ein solcher gesellschaftlicher Konsens auch in Europa weiter festigen wird und die künftige Europäische Zentralbank damit den nötigen Rückhalt in der Bevölkerung erhält, um eine stabilitätsorientierte Geldpolitik zu führen. Ist dies der Fall, so stehen die Chancen gut, dass sich die von der Europäischen Währungsunion erhofften Gewinne für die europäische Gemeinschaft einstellen werden.

Die finanziellen Beziehungen zwischen der Schweizerischen Nationalbank und dem Internationalen Währungsfonds

von Irma Cruz

Irma Cruz war bis Oktober 1997 Wissenschaftliche Mitarbeiterin
im Ressort Internationale Währungsbeziehungen

Die Schweiz wurde 1992 Mitglied des Internationalen Währungsfonds (IWF). Die gesetzliche Grundlage bildet das «Bundesgesetz über die Mitwirkung der Schweiz an den Institutionen von Bretton Woods». Darin ist geregelt, dass die Schweizerische Nationalbank für die Erbringung der finanziellen Leistungen und die Abwicklung der finanziellen Transaktionen mit dem IWF zuständig ist. Zugleich führt die Nationalbank die Schweizer-Franken-Konten des IWF. Diese finanziellen Beziehungen zwischen dem IWF und der Nationalbank schlagen sich in der Jahresrechnung der Nationalbank nieder. Ziel dieses Aufsatzes ist, die entsprechenden Positionen und die damit verbundenen Transaktionen zu erläutern.

Der Aufsatz ist in vier Teile gegliedert. Der erste Teil enthält eine kurze Beschreibung des Aufgabenbereichs des IWF. Anschliessend wird erläutert, wie der IWF seine Tätigkeit finanziert. Im dritten Teil werden anhand einer verkürzten Bilanz der Nationalbank die Transaktionen zwischen IWF und Nationalbank erklärt. Der vierte Teil zeigt die Auswirkungen auf die Erfolgsrechnung der Nationalbank.

1 Aufgabe und Funktionsweise des IWF

Der 1945 gegründete IWF ist eine Wirtschafts- und Währungsinstitution, der mit wenigen Ausnahmen alle Länder der Welt angehören. Er bildet im wesentlichen eine ständige Einrichtung zur Zusammenarbeit bei internationalen Währungsproblemen. Zu seinen Hauptaufgaben zählt die wirtschaftspolitische Überwachung. Diese besteht zum einen aus den Konsultationen, die der IWF mit jedem seiner Mitgliedländer in der Regel einmal pro Jahr durchführt. Dabei analysiert er alle wichtigen Aspekte der Wirtschaftspolitik eines Landes, weist die betreffende Regierung auf Fehlentwicklungen hin und empfiehlt Korrekturmassnahmen. Zum andern überprüft der IWF halbjährlich die Entwicklung und die Aussichten der Weltwirtschaft, wodurch die Wirtschaftspolitik der einzelnen Mitgliedländer in einen grösseren Zusammenhang gestellt werden kann. Die zweite Hauptaufgabe des IWF besteht darin, Mitgliedländern, die ein Zahlungsbilanzdefizit oder einen Mangel an Währungsreserven aufweisen, unter bestimmten Bedingungen Zahlungsbilanzkredite zu gewähren. Damit ein Land einen

Kredit aufnehmen kann, muss es sich verpflichten, ein Wirtschaftsprogramm durchzuführen, das zu einer Reduktion des Zahlungsbilanzdefizits führt. Kurzfristig sollen die Ursachen des ausserwirtschaftlichen Gleichgewichts beseitigt werden. Mittelfristig wird angestrebt, Rahmenbedingungen für ein nachhaltiges Wachstum zu schaffen.

Recheneinheit und Zahlungsmittel für Transaktionen mit dem IWF ist das *Sonderziehungsrecht* (SZR). Sein Wert wird anhand eines Währungskorbes bestimmt, dessen Zusammensetzung alle fünf Jahre überprüft wird. Nach der letzten Revision von 1995 kommt dem US-Dollar mit einem Anteil von 39% das grösste Gewicht zu. Die anderen Korbwährungen sind die D-Mark, der japanische Yen, der französische Franc und das Pfund Sterling. Die Entstehung des SZR geht in die sechziger Jahre zurück. Hauptreservemittel waren damals Gold und der US-Dollar, wobei sich die Vereinigten Staaten verpflichtet hatten, Dollarguthaben von Zentralbanken zu einem festen Preis gegen Gold zu tauschen. Da die Goldproduktion nicht mit dem Wachstum der Weltwirtschaft mithielt, konnte die wachsende Nachfrage nach Reservemitteln nur durch einen Anstieg der Dollarreserven befriedigt werden. Dadurch entstand jedoch das Problem, dass die Dollarguthaben der Zentralbanken die Goldbestände der Vereinigten Staaten immer stärker überstiegen. Die Gefahr einer Vertrauenskrise dem Dollar gegenüber wuchs. Um den Dollar zu entlasten, beschloss der IWF 1967, das SZR als zusätzliches Reservemedium zu schaffen. Die erste Zuteilung von SZR an die Mitglieder des IWF erfolgte 1970. Seither wurden SZR in Höhe von insgesamt 21,4 Mrd. SZR ausgegeben. Dies entspricht rund 42 Mrd. Schweizer Franken.¹ Der Anteil der SZR an den weltweiten Währungsreserven (ohne Gold) betrug Ende 1997 knapp 1,8%.

2 Finanzierungsquellen des IWF

Wichtigste Finanzierungsquelle des IWF sind die Kapitalbeteiligungen (sogenannte *Quoten*) der Mitgliedländer, die beim Beitritt zum IWF zu leisten sind. Die Höhe der Quoten berechnet der IWF aufgrund verschiedener Kriterien, die vor allem die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit eines Landes widerspiegeln. Der IWF ist verpflichtet, in Abständen von höchstens fünf Jahren eine allgemeine Überprüfung der Quoten vorzunehmen und gegebenenfalls Änderungen vorzuschlagen. Am Ende des

¹ Der angewendete Umrechnungskurs beträgt gleich wie im Geschäftsbericht 1997 der Schweizerischen Nationalbank 1,9645 SFr. pro SZR.

Geschäftsjahres 1996/97 (Ende April 1997) betrug die Quotensumme der 181 Mitgliedländer 145,3 Mrd. SZR, was 285 Mrd. Schweizer Franken entspricht. Der Quotenanteil der Schweiz beträgt rund 1,7%². Die Quoten sind massgebend für die Ermittlung des Kreditbetrages, den ein Mitgliedland maximal vom IWF beanspruchen kann. Sie sind zudem entscheidend für die Stimmkraft eines Mitgliedlandes.

Zur Ergänzung dieser ordentlichen Mittel (Quoten) kann der IWF Gelder bei seinen Mitgliedern und Nichtmitgliedern aufnehmen. Dazu gehören die Allgemeinen Kreditvereinbarungen und die Erweiterte Strukturanpassungsfazilität. Die *Allgemeinen Kreditvereinbarungen* (AKV) wurden 1962 geschaffen und sind Kreditzusagen von elf Industrieländern (der sog. Zehnergruppe, der auch die Schweiz angehört) an den IWF in Höhe von 17 Mrd. SZR. Die Kredite werden in der jeweiligen Landeswährung gewährt. Der IWF darf die AKV nur im Falle aussergewöhnlicher Krisensituationen beanspruchen, wenn er einen Liquiditätsmangel nachweisen kann und die Stabilität des internationalen Währungssystems gefährdet ist. Ursprünglich waren die AKV ausschliesslich zur gegenseitigen Unterstützung der Länder der Zehnergruppe vorgesehen. Seit der Revision der Bestimmungen im Jahr 1983 kann sie der IWF auch für Kredite an andere Mitgliedländer aktivieren. Die Beanspruchung solcher Kredite ist jedoch mit strengen wirtschaftspolitischen Auflagen verbunden.

Im Herbst 1996 einigte sich der IWF mit der Zehnergruppe und 14 weiteren Ländern, die Mittel der AKV mit einem parallelen Abkommen – den *Neuen Kreditvereinbarungen* (NKV) – auf 34 Mrd. SZR zu verdoppeln. Diese Erhöhung trägt der starken Zunahme des internationalen Handels und der grösseren Kapitalmobilität seit der Revision der AKV von 1983 Rechnung. Die NKV müssen in den Teilnehmerländern allerdings noch ratifiziert werden. In der Schweiz beschlossen die Eidgenössischen Räte im Oktober bzw. im Dezember 1997 den Beitritt zu den NKV.

Die *Erweiterte Strukturanpassungsfazilität* (ESAF) ist eine Kreditzusage von verschiedenen Mitgliedländern – darunter der Schweiz – an den IWF. Mit der ESAF werden langfristige, zinsvergünstigte Kredite an arme Entwicklungsländer finanziert. Damit ein Land einen ESAF-Kredit beanspruchen kann, muss es sich verpflichten, ein Wirtschaftsprogramm durchzuführen. Wegen der entwicklungspolitischen Ausrichtung der ESAF

schufen die Gläubigerländer zur Abwicklung der Transaktionen einen separaten Treuhandfonds, der vom IWF verwaltet wird. Der ESAF-Treuhandfonds umfasst ein Darlehenskonto, ein Zinsverbilligungskonto und ein Reservekonto. Die ESAF I wurde 1987 mit einem Darlehensbetrag von insgesamt 5,1 Mrd. SZR errichtet. Als die ESAF I abgelaufen war, wurde 1993 als Nachfolgeinstrument die ESAF II mit einem Darlehensbetrag von 4,6 Mrd. SZR geschaffen.

Nach Ablauf der ESAF II beabsichtigt der IWF, die ESAF in eine selbsttragende Kreditfazilität überzuführen. Ab dem Jahre 2004/05 sollen durch Rückflüsse früherer Kredite genügend IWF-eigene Mittel vorhanden sein, um die ESAF auf eine selbsttragende finanzielle Grundlage zu stellen.

Weiter besteht für den IWF die Möglichkeit, Kredite auf dem internationalen Finanzmarkt aufzunehmen. Bisher hat er davon allerdings noch nie Gebrauch gemacht.

2 Die im Herbst 1997 beschlossene Quotenerhöhung soll das Grundkapital des IWF um 45% auf 212 Mrd. SZR steigern.

Bevor die Erhöhung durchgeführt werden kann, muss eine Mehrheit der Mitglieder ihre Teilnahme bestätigen.

3 Die Auswirkungen der IWF-Mitgliedschaft auf die Bilanz der Nationalbank

Die finanziellen Beziehungen zwischen der Nationalbank und dem IWF schlagen sich in der Bilanz der Nationalbank nieder (siehe Abbildung). Die Positionen, in denen die Mitgliedschaft beim IWF sichtbar wird, sind die «Reserveposition beim IWF», die «Internationalen Zahlungsmittel» und die «Währungshilfekredite». Im Anschluss an die Bilanz sind ferner die offenen Zusagen aufgelistet, die sich aus den zusätzlichen Finanzabkommen zwischen der Schweiz und dem IWF ergeben. Dazu gehören die «Allgemeinen Kreditvereinbarungen» (AKV) und das «Two-way-arrangement» für SZR-Transaktionen, das unter Kapitel 3.2 erläutert wird. Zudem wird der noch nicht beanspruchte Teil der «Erweiterten Strukturanpassungsfazität» (ESAF) unter den offenen Zusagen aufgeführt. Bei diesen drei Abkommen handelt es sich um Kreditzusagen, die der IWF jederzeit beanspruchen kann. Die Nationalbank führt die offenen Zusagen unter den Ausserbilanzgeschäften.³ Sobald der IWF Mittel davon beansprucht, verbucht sie die Nationalbank in ihrer Bilanz.

3.1 Reserveposition beim IWF

Die Reserveposition ist eine Forderung der Nationalbank gegenüber dem IWF. Sie steht deshalb auf der Aktivseite der Bilanz. Wie aus der Fussnote zur Reserveposition entnommen werden kann, ergibt sich die Reserveposition aus der Differenz zwischen der schweizerischen Quote beim IWF und den Franken-Sichtguthaben des IWF bei der Nationalbank. Die Quote der Schweiz beträgt 2 470,4 Mio. SZR, was einem Gegenwert von 4 853 Mio. Franken entspricht. Knapp einen Viertel davon überwies die Nationalbank dem IWF in Form von Devisen und SZR, als die Schweiz dem IWF beitrug (1992). Dieser Teil der Quote wird als Reservetranche bezeichnet und bildet die Grundlage für die Reserveposition. Der verbleibende Quotenteil schrieb die Nationalbank dem IWF auf Schweizerfranken-Konten gut (Franken-Sichtguthaben des IWF bei der Nationalbank). Diese Konten werden als offene Kreditlinie für den IWF verbucht. Beansprucht der IWF für die Kreditgewährung an seine Mitgliedländer Schweizer Franken, verringern sich

³ Siehe Geschäftsbericht 1997 der Schweizerischen Nationalbank; S. 87

Vereinfachte Bilanz der Schweizerischen Nationalbank per 31. Dezember 1997

	in Mio. Franken
Aktiven	
Gold und Forderungen aus Goldgeschäften	11 906,5
Devisenanlagen	53 270,5
Reserveposition beim IWF ⁴	2 765,0
Internationale Zahlungsmittel	452,4
davon SZR	350,5
Währungshilfekredite	315,4
davon AKV	0
ESAF	139,6
Andere Aktiven	7 194,7
Total Aktiven	75 904,5
Passiven	
Notenumlauf	32 141,8
Girokonten	5 100,8
Andere Passiven	38 661,9
Total Passiven	75 904,5

Offene Zusagen Ende 1997

	in Mio. Franken
Allgemeine Kreditvereinbarungen (AKV)	2 003,7
Two-way-arrangement	42,4
Erweiterte Strukturanpassungsfazität (ESAF II)	160,8

⁴ Die Reserveposition entspricht der Differenz zwischen der schweizerischen Quote und dem Frankenguthaben des IWF:
 Quote: Fr. 4 853,0 Mio.
 ./.. Franken-Sichtguthaben: Fr. 2 088,0 Mio.
 Reserveposition beim IWF: Fr. 2 765,0 Mio.

Quelle: Geschäftsbericht 1997 der Schweizerischen Nationalbank; S. 66/67, 77/78 und S. 87

seine Franken-Sichtguthaben bei der Nationalbank. Die Reserveposition der Schweiz erhöht sich entsprechend. Im umgekehrten Fall, wenn Rückzahlungen in Schweizer Franken erfolgen, fliessen sie den Franken-Sichtguthaben des IWF zu. Die Reserveposition der Schweiz nimmt entsprechend ab. Die Nationalbank kann die Reserveposition jederzeit ohne Begründung zu Zahlungsbilanzzwecken beanspruchen. Auf der Reserveposition vergütet der IWF einen Zinssatz, der an den SZR-Zinssatz geknüpft ist. Der SZR-Zinssatz ist ein gewogener Durchschnitt der Zinssätze bestimmter kurzfristiger Schuldtitel der fünf Länder, deren Währungen den SZR-Währungskorb bilden.

Die Bilanz der Nationalbank weist nach dem Nettoprinzip nur die Reserveposition beim IWF aus.⁵ Ende 1997 betrug diese 1407,5 Mio. SZR (2765 Mio. Franken). Die Franken-Sichtguthaben des IWF bei der Nationalbank beliefen sich Ende 1997 auf 1062,9 Mio. SZR (2088 Mio. Franken).

3.2 Internationale Zahlungsmittel: Sonderziehungsrechte

Die Position «Internationale Zahlungsmittel» in der Bilanz der Nationalbank enthält neben den ECU die SZR. Die SZR sind verzinsliche Sichtguthaben beim IWF. Die Zinszahlungen erfolgen ebenfalls in SZR. Obwohl die Schweiz noch keine SZR zugesprochen erhielt, da sie dem IWF erst nach der letzten SZR-Zuteilung von 1981 beitrug, verfügt die Nationalbank schon seit 1980 über SZR. Sogenannte «Zugelassene Inhaber» von SZR, zu denen vor dem Beitritt der Schweiz zum IWF auch die Nationalbank gehörte, können SZR in Transaktionen mit IWF-Mitgliedern und anderen zugelassenen Inhabern erwerben und verwenden. Die Nationalbank kaufte die SZR jeweils von verschiedenen Notenbanken gegen US-Dollar oder D-Mark. Ende 1997 hielt die Nationalbank erworbene SZR in Höhe von 350,5 Mio. Franken.

Nach dem Beitritt der Schweiz zum IWF schloss die Nationalbank mit dem IWF eine Vereinbarung über den Austausch von SZR gegen Devisen – ein sogenanntes *two-way-arrangement* – ab. Will ein Land SZR kaufen oder verkaufen, beauftragt es den IWF, einen Käufer oder Verkäufer zu suchen. Um dies zu vereinfachen, hat der IWF mit verschiedenen Staaten solche Vereinbarungen abgeschlossen. Darin legt das Vertragsland eine Höchstlimite fest,

bis zu der es bereit ist, SZR gegen Devisen auszutauschen. Die Nationalbank verpflichtet sich in ihrem Vertrag mit dem IWF, SZR bis zu einem Bestand von 200 Mio. SZR zu kaufen. Sie muss deshalb in dieser Höhe Fremdwährungsreserven als offene Zusagen bereithalten. Die 42,4 Mio. Franken, die unter den Offenen Zusagen bei der Position *two-way-arrangement* aufgeführt sind, ergeben sich aus den 200 Mio. SZR, die die Schweiz maximal zu halten bereit ist, abzüglich der Summe von 178,4 Mio. SZR. Die 178,4 Mio. SZR entsprechen dem SZR-Betrag unter den internationalen Zahlungsmitteln, über den die Nationalbank Ende 1997 verfügte. Wenn der Bestand an SZR die Höhe von 200 Mio. SZR erreicht, fällt die Position *two-way-arrangement* unter den Offenen Zusagen auf Null.

Im Herbst 1997 beschlossen die zuständigen Gremien des IWF, den Mitgliedländern selektiv 21,4 Mrd. SZR zuzuteilen. Damit wird sich der Bestand an SZR verdoppeln. Dank der Zuteilung sollen alle Mitgliedländer einen gleichen Anteil von zugeteilten SZR zur Quote in der Höhe von 29,3% haben. Die Schweiz soll erstmals rund 0,7 Mrd. SZR erhalten. Um die Rechtsgrundlage für die selektive Zuteilung zu schaffen, muss jedoch zuerst das IWF-Übereinkommen angepasst werden. Mit der erstmaligen Zuteilung von SZR stellt sich der Nationalbank die Frage, wie zugeteilte SZR zu verbuchen sind. Die zugeteilten SZR sind als Kredit zu betrachten, da sie der IWF in bestimmten Fällen zurückfordern kann.⁶ Verschiedene Notenbanken wählten deshalb die Lösung, die zugeteilten SZR sowohl auf der Aktiv- wie auf der Passivseite der Bilanz aufzuführen. Denkbar ist beispielsweise die Variante, die zugeteilten SZR auf der Aktivseite, analog zu den «erworbenen» SZR, unter den internationalen Zahlungsmitteln als «zugeteilte» SZR zu verbuchen und auf der Passivseite einen «Ausgleichsposten für zugeteilte SZR» zu schaffen. Durch die gleichzeitige Verbuchung auf der Aktiv- und Passivseite bewirkt eine Zuteilung von SZR also eine Verlängerung der Bilanz. Solange die zugeteilten SZR nicht benutzt werden, gleichen sich auch die Aktiv- und Passivzinsen aus.

⁵ Die detaillierte Aufgliederung erfolgt unter Erläuterungen zur Bilanz. Siehe Geschäftsbericht 1997 der Schweizerischen Nationalbank; S. 77.

⁶ Der IWF kann die zugeteilten SZR beim Austritt eines Mitgliedlandes, bei der Auflösung des IWF oder wenn die Mehrheit der Mitglieder beschliesst, dass die SZR nicht mehr gebraucht werden, zurückfordern.

3.3 Allgemeine Kreditvereinbarungen (AKV)

Am Gesamtbetrag der AKV von 17 Mrd. SZR beteiligt sich die Schweiz mit 1020 Mio. SZR (2003,7 Mio. Franken). Teilnehmende Institution ist die Nationalbank. Die von ihr geleistete Kreditzusage wird vom Bund nicht garantiert. Da die AKV seit 1983 nicht mehr benutzt wurden, sind zur Zeit keine bilanzwirksamen Beträge ausstehend. Deshalb führt die Nationalbank die AKV als offene Zusage. Im Fall einer Beanspruchung der AKV werden sie auf der Aktivseite der Bilanz unter der Position Währungshilfekredite verbucht. Die Nationalbank zahlt AKV-Kredite in Franken aus.

Wie bei den AKV ist die Nationalbank auch bei den NKV teilnehmende Institution. Sie hat den schweizerischen Anteil zu finanzieren, der ebenfalls wie bei den AKV vom Bund nicht garantiert ist. Wenn die NKV in Kraft treten, müssen sie buchungs-technisch gleich behandelt werden wie die AKV. Solange die schweizerische Darlehenszusage nicht beansprucht wird, gehören sie zu den offenen Zusagen.

3.4 Erweiterte Strukturanpassungsfazität (ESAF)

Bei der ESAF I übernahm der Bund die schweizerische Beteiligung am Darlehenskonto (200 Mio. SZR) und am Zinsverbilligungskonto (100 Mio. SZR). Für die Nationalbank war die ESAF I deshalb nicht bilanzwirksam.

Bei der ESAF II leistet weiterhin der Bund die Zinssubventionen (41,2 Mio. SZR), während die Nationalbank, in Abweichung zur ESAF I, den Kredit gewährt (152,9 Mio. SZR). Im Unterschied zu den AKV garantiert der Bund der Nationalbank die fristgerechte Rückzahlung des ESAF-Kredits und trägt somit das Risiko. 1997 hat der IWF ESAF-Mittel von der Nationalbank beansprucht. Diese gezogenen Gelder führt die Nationalbank auf der Aktivseite ihrer Bilanz unter der Position Währungshilfekredite auf. Der nicht beanspruchte Teil der Kreditlinie wird als offene Zusage unter den Ausserbilanzgeschäften ausgewiesen. Die Nationalbank zahlt ESAF-Kredite in Dollar aus.

4 Erfolgsrechnung

Die Erfolgsrechnung der Nationalbank zeigt, dass drei Positionen im Zusammenhang mit IWF-Transaktionen stehen (siehe Abbildung). Die Position «Ertrag aus Reserveposition beim IWF» weist die Zinsvergütungen des IWF auf der Reserveposition der Nationalbank beim IWF aus. Die Zinsen auf den von der Nationalbank erworbenen SZR (in der Bilanz unter den Internationalen Zahlungsmitteln) werden in der Position «Ertrag aus Internationalen Zahlungsmitteln» aufgeführt. Die Zinszahlungen des IWF für die Beanspruchung von Mitteln aus den AKV oder der ESAF werden in der Position «Ertrag aus Währungshilfekrediten» verbucht.

Vereinfachte Erfolgsrechnung der Schweizerischen Nationalbank 1997

in Mio. Franken

Ertrag aus	
Goldgeschäften	2,6
Devisenanlagen	2 067,5
Reserveposition beim IWF	69,9
Internationalen Zahlungsmitteln	14,0
davon SZR	9,2
Währungshilfekrediten	12,9
davon AKV	0
ESAF	3,4
Andere Erträge	301,3
Bruttoertrag	2 468,4
Aufwand	-243,8
Ausserordentliche und nicht transaktionsbedingte Positionen	-1 616,5
Jahresgewinn	608,0

Quelle: Geschäftsbericht 1997 der Schweizerischen Nationalbank; S. 65

Kapitalmobilität in der Europäischen Union

von Anne Kleinewefers Lehner
Stab, Schweizerische Nationalbank Bern

1 Einleitung

Die Theorie der optimalen Währungsräume postuliert die Erfüllung verschiedener Kriterien, damit sich Länder zu einer Währungsunion zusammenschliessen können, ohne dass es dabei zu hohen Kosten in Form von Produktionseinbussen oder Arbeitslosigkeit kommt.¹ Mit der Bildung einer Währungsunion fällt das Wechselkursinstrument weg. Dies ist nur dann unbedenklich, wenn die Mitgliedländer keinen asymmetrischen Schocks unterliegen, und/oder Anpassungsmechanismen existieren, die die realen Folgen der Schocks mindern. Zu diesen Anpassungsmechanismen zählen vor allem die Flexibilität der Preise und die Mobilität der Faktoren Arbeit und Kapital. Da Preisflexibilität und Arbeitskräftemobilität kurzfristig meist beschränkt sein dürften, kommt der Kapitalmobilität eine umso wichtigere Rolle bei der Abfederung von asymmetrischen Schocks zu.

Dieser Aufsatz untersucht das Ausmass der Kapitalmobilität zwischen den 15 EU-Ländern, deren Ziel die Bildung einer Währungsunion ist. Der Zeitraum der Untersuchung bezieht sich auf die Periode zwischen 1980 und 1995. Die Ergebnisse aus der Vergangenheit können jedoch nicht direkt in die Zukunft extrapoliert werden, da die Einführung einer Einheitswährung sowohl Auswirkungen auf die Kapitalmobilität als auch auf das Ausmass der asymmetrischen Schocks haben dürfte. Deshalb ist beim Ziehen von Schlussfolgerungen aus den hier gewonnenen Resultaten für das Funktionieren der zukünftigen Währungsunion Zurückhaltung geboten.

2 Methoden zur Messung der Kapitalmobilität

In der empirischen Literatur werden im wesentlichen drei Methoden zur Messung der Kapitalmobilität verwendet (vgl. Obstfeld, 1994): der Test der gedeckten Zinsparität, die Messung internationaler Konsumkorrelationen und die Schätzung des Zusammenhangs zwischen nationalem Sparen und nationalen Investitionen (Feldstein-Horioka-Ansatz). Der Test der gedeckten Zinsparität läuft auf einen Vergleich der Renditen von identischen Depositen im In- und Ausland hinaus. So muss bei perfekter Kapitalmobilität und gemäss dem Gesetz des einheitlichen Preises z.B. eine 3-monatige DM-Anlage in Frankfurt die gleiche Rendite abwerfen

wie dieselbe Anlage in London. Differenzen zwischen den beiden Renditen weisen auf bestehende oder erwartete Kapitalverkehrskontrollen hin, während Renditengleichheit umgekehrt die Absenz institutioneller Hindernisse (z.B. Kapitalverkehrskontrollen oder diskriminierende Steuern) bedeutet.

Hinter der Messung der Kapitalmobilität mittels internationaler Konsumkorrelationen steht der Gedanke, dass an den internationalen Kapitalmärkten Konsumrisiken gehandelt werden; dies bildet für jedes Land eine Art Versicherung gegen asymmetrische Fluktuationen des nationalen Konsums. Wenn nun auf den Kapitalmärkten alle Risiken handelbar und somit versicherbar sind, keine Präferenzschocks auftreten und die Kapitalmobilität vollkommen ist, so sollten die realen Wachstumsraten des Pro-Kopf-Konsums verschiedener Länder perfekt korreliert sein. Umgekehrt lässt sich eine nicht perfekte Korrelation sowohl auf eine unvollkommene Kapitalmobilität als auch auf die Existenz nicht handelbarer Konsumrisiken oder das Auftreten von Präferenzschocks zurückführen.

Der Ansatz von Feldstein und Horioka (1980) schliesslich beruht auf der Überlegung, dass die Ersparnisse eines Landes bei vollkommener internationaler Kapitalmobilität jeweils dorthin fliessen, wo sie am produktivsten investiert werden können. Eine Erhöhung der nationalen Ersparnisse muss somit nicht automatisch auch den einheimischen Kapitalbestand vergrössern. Geschätzt wird eine Gleichung der Form

$$I/Y = a + bS/Y$$

wobei I die Investitionen, S die Ersparnisse und Y das Volkseinkommen bezeichnen. Ein loser Zusammenhang zwischen nationaler Spar- und Investitionsquote (kleines b) deutet auf ein hohes Mass an Kapitalmobilität hin, während umgekehrt ein hohes b für eine geringe Kapitalmobilität spricht.

Die Schätzung der Kapitalmobilität anhand der oben beschriebenen drei Methoden führt meist zu unterschiedlichen Ergebnissen. Typischerweise zeigen Tests der gedeckten Zinsparität für die Industrieländer ein hohes Mass an internationaler Kapitalmobilität an (vgl. z.B. Popper, 1993; Obstfeld, 1994; Eijffinger und Lemmen, 1995), während die beiden anderen Methoden auf eine beschränkte Kapitalmobilität hindeuten. So erhalten Feldstein und Bacchetta (1991) sowie Obstfeld (1994) für die achtziger Jahre nach der Feldstein-Horioka-Methode b-Koeffizienten in der Grössenordnung

¹ Für einen Überblick über die Theorie der optimalen Währungsräume siehe z.B. Kleinewefers Lehner (1997).

von 0,6 bis 0,7. Die scheinbar widersprüchlichen Resultate und das kontraintuitive Ergebnis von Feldstein und Horioka sind als «Feldstein-Horioka-Puzzle» in die Literatur eingegangen.

Ein grosser Teil des Rätsels löst sich jedoch auf, wenn die beschränkte Vergleichbarkeit der drei verschiedenen Tests und ihrer jeweiligen Ergebnisse berücksichtigt wird. So besagt die Gültigkeit der gedeckten Zinsparität, dass die Rendite zweier identischer, homogener Anlagen, die sich ausschliesslich durch ihren Standort unterscheiden, gleich sein muss. Die Geltung der gedeckten Zinsparität weist somit nur auf eine hohe Mobilität des Kapitals hin, das in die Art von Anlagen investiert ist, auf die sich der Test bezieht.

Die Untersuchung der Kapitalmobilität anhand des Zusammenhanges zwischen Sparen und Investieren (oder auch anhand von Konsumkorrelationen) ist hingegen ein viel umfassenderer Test, da er sich auf das gesamte und nicht nur auf einen Teil des Kapitals bezieht. Wird das Kapital nicht nur in standardisierte Depositen, sondern auch in ausländische Aktien, Direktbeteiligungen, Immobilien usw. investiert, so benötigt der Investor viel mehr Informationen. Die Beschaffung dieser Informationen ist für einen ausländischen Investor schwieriger und kostspieliger als für einen inländischen Investor. Gordon und Bovenberg (1996) gehen daher von einer Informationsasymmetrie zwischen in- und ausländischen Investoren aus. Diese Informationsasymmetrie vermag die beobachtete Korrelation zwischen Sparen und Investieren (zumindest teilweise) plausibel zu erklären. Diese Interpretation ist auch mit der Geltung der gedeckten Zinsparität vereinbar, da das Problem der Informationsasymmetrie bei standardisierten Depositen weitgehend entfällt.

3 Die Kapitalmobilität in der Europäischen Union anhand des Feldstein-Horioka-Ansatzes

Im Zusammenhang mit der Kapitalmobilität als Anpassungsmechanismus bei asymmetrischen Schocks in einer Währungsunion sollte idealerweise das gesamte und nicht nur ein bestimmter Teil des Kapitals mobil sein; nur so können Schocks optimal absorbiert werden. Aus diesem Grund wird die Kapitalmobilität zwischen den EU-Mitgliedern hier mit der Feldstein-Horioka-Methode untersucht.

Empirisch kann der Zusammenhang zwischen Sparen und Investieren sowohl durch Querschnitts- als auch durch Längsschnittanalysen untersucht werden. Feldstein und Horioka sowie die Mehrheit der darauffolgenden Studien (z. B. Feldstein 1983, Obstfeld 1986, Tesar 1991, Feldstein und Bacchetta 1991, Obstfeld 1994) arbeiten mit Querschnittsdaten von OECD-Ländern, wobei jeweils mehrjährige Durchschnitte für die Spar- und Investitionsquoten verwendet werden. Die Durchschnittsbildung und der Querschnittsvergleich bieten Gewähr dafür, dass zyklische Schwankungen von Ersparnissen und Investitionen weitgehend ausgeschaltet werden und die Schätzergebnisse für den Parameter b nicht nach oben verzerren. Geschätzt wird eine Gleichung der Form

$$(1) \quad I_i/Y_i = a + bS_i/Y_i$$

wobei i den Index für die verschiedenen Länder darstellt. Vollkommene Kapitalmobilität impliziert $b = 0$, während $b = 1$ völlig immobiles Kapital bedeutet. Das Resultat ist als *langfristiger*, auf strukturellen Unterschieden zwischen den Ländern beruhender Zusammenhang zwischen Sparen und Investieren zu interpretieren (Obstfeld, 1994, S. 47f).

Die Verwendung mehrjähriger Durchschnittsdaten wird mit der Ausschaltung der Effekte des Konjunkturzyklus begründet, welche den Zusammenhang zwischen Sparen und Investieren überzeichnen könnten. Allerdings kann auch die Durchschnittsbildung zu einer Überschätzung der Korrelation führen. Die intertemporale Budgetrestriktion einer Volkswirtschaft sorgt dafür, dass die jährlichen Salden der Leistungsbilanz sich über die lange Frist ausgleichen. Dies bedeutet, dass Sparen und Investieren sich in einem langjährigen Durchschnitt weitgehend entsprechen bzw. hoch korreliert sind, obwohl in den einzelnen Jahren möglicherweise starke Kapitalbewegungen stattgefunden haben (vgl. Sinn, 1992, S. 1164f; Coakley et al. 1996).²

Das Ergebnis eines hohen b -Koeffizienten kann ebenfalls entstehen, wenn eine dritte Variable gleichzeitig die Spar- und die Investitionsquote beeinflusst. Werden Sparen und Investieren von einem gemeinsamen Einflussfaktor getrieben, so verzerrt dies b nach oben, ohne dass daraus eine geringe Kapitalmobilität abgeleitet werden könnte (vgl. z. B. Feldstein und Horioka, 1980; Obstfeld, 1986, 1994). Meist wird versucht, diesem Problem durch den Einbezug einer Variable in die Schätz-

² Sinn (1992) zeigt, dass die Schätzungen des Koeffizienten b für die OECD-Staaten in jährlichen Querschnittsanalysen unter den entsprechenden Werten bei Verwendung von langjährigen Durchschnittsdaten liegen.

gleichung Rechnung zu tragen, welche sowohl das Sparen als auch das Investieren beeinflusst. Als gemeinsame Einflussfaktoren für beide Größen bieten sich insbesondere das BIP- und das Bevölkerungswachstum an.

Ein weiterer Erklärungsansatz für die hohe Korrelation zwischen Sparen und Investieren setzt bei der Leistungsbilanzpolitik der Regierung an (vgl. Summers 1988, Feldstein und Bacchetta, 1991). So kann die Regierung die Differenz zwischen den privaten Ersparnissen und den Investitionen durch Manipulation des Budgetdefizites ausgleichen und den Saldo der Leistungsbilanz dadurch relativ stabil halten. Auch in diesem Fall ist ein hohes b nicht unbedingt ein Indiz für eine geringe Kapitalmobilität. Diese Erklärung erhält eine gewisse Plausibilität durch die Tatsache, dass die Querschnitt-Korrelationen zwischen Sparen und Investieren verschiedener Regionen innerhalb eines Landes sehr schwach sind.³ Anders als auf zwischenstaatlicher Ebene bildet der Saldo der regionalen Leistungsbilanzen normalerweise kein wirtschaftspolitisches Ziel und löst somit auch keine Massnahmen aus.

Während bei der Interpretation eines hohen b -Koeffizienten in Querschnittanalysen sorgfältig vorgegangen werden muss, beurteilt die Literatur die Aussagekraft von Längsschnittanalysen im allgemeinen noch kritischer. In der Längsschnittanalyse lautet die Schätzgleichung für jedes einzelne Land

$$(2) \quad I_t/Y_t = a + bS_t/Y_t$$

wobei t den Zeitindex darstellt. Die Ergebnisse dieser Schätzungen geben Aufschluss über den *kurzfristigen* Zusammenhang zwischen Sparen und Investieren innerhalb eines Landes. In einem kurzfristigen Zeitrahmen ist die Interpretation eines hohen b als Evidenz für wenig mobiles Kapital aufgrund der möglichen Endogenität des Sparens jedoch fragwürdig; b kann nicht mehr unbedingt als Mass für die Auswirkung einer exogenen Änderung der Spar- auf die Investitionsquote angesehen werden (Feldstein und Horioka, 1980, S. 323).

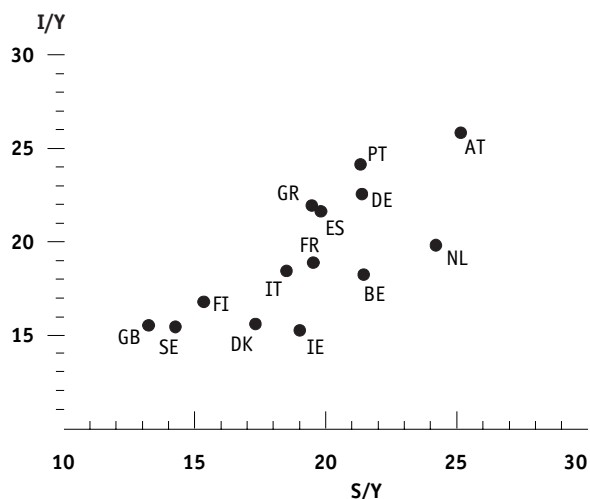
Im Einklang mit dem Grossteil der Literatur werden deshalb im folgenden für die EU-Mitglieder nur Querschnittschätzungen des Zusammenhangs zwischen Spar- und Investitionsquote präsentiert. Für I und S werden die Bruttoinvestitionen bzw. die Bruttoersparnisse verwendet. Diese sind den entsprechenden Nettogrössen aus zwei Gründen vorzu-

ziehen. Erstens können auch die Abschreibungen grundsätzlich sowohl mit inländischen als auch mit ausländischen Ersparnissen finanziert werden. Zweitens ist die genaue Abgrenzung der Abschreibungen schwierig und das Auftreten von Messfehlern kaum zu vermeiden. Diese gemeinsamen Messfehler können die Schätzung des Koeffizienten b nach oben verzerren (Feldstein und Horioka, 1980, S. 320).

Das betrachtete Ländersample besteht aus den EU-Mitgliedern ohne Luxemburg. Luxemburg wird aus der Untersuchung ausgeschlossen, da es mit seiner untypisch hohen Sparquote und seinem ausserordentlichen Leistungsbilanzüberschuss die Schätzergebnisse stark in Richtung hohe Kapitalmobilität verzerrt (zu niedriges b). Die Stichprobe setzt sich somit aus 14 Ländern zusammen, was für die Anzahl Freiheitsgrade noch knapp ausreichend ist. Die Zeitperiode von 1980–95 wurde in verschiedene Abschnitte eingeteilt, die entsprechend den obigen Argumenten für und gegen eine Durchschnittsbildung weder zu kurz noch zu lang sein sollten: 1980–85, 1985–89, 1980–89 und 1991–95. Das Jahr der deutschen Wiedervereinigung, 1990, wurde bewusst ausgelassen; in den ersten drei Unterperioden wurden westdeutsche, in der letzten Periode gesamtdeutsche Daten verwendet.

Grafik 1 zeigt die Spar- und Investitionsquoten für die jüngste Periode von 1991–95. Die Schätzergebnisse für den Regressionskoeffizienten b aus Gleichung (1) sowie für den Korrelationskoeffizienten ρ zwischen Sparen und Investieren sind in Tabelle 1 zusammengefasst. Die Resultate liegen in derselben Grössenordnung wie diejenigen von Feldstein und Bacchetta (1991) und Obstfeld (1994) für die achtziger Jahre. Die b -Koeffizienten von über

Spar- und Investitionsquoten in der EU Grafik 1



3 Vgl. Bayoumi und Rose (1993), Bayoumi und Sterne (1993), Sinn (1992) und Obstfeld (1994) für Arbeiten mit regionalen englischen, kanadischen, amerikanischen und japanischen Spar- und Investitionsquoten.

0,7 zeigen eine geringe Mobilität des gesamten Kapitals an; auch lässt sich keine Erhöhung der Kapitalmobilität in Laufe der Zeit bzw. mit dem Näherkommen der Währungsunion feststellen.

Da vermutet werden kann, dass das Wirtschafts- bzw. das Bevölkerungswachstum Faktoren sind, welche die Spar- und die Investitionsquote gemeinsam beeinflussen, wird obige Gleichung unter Einschluss des realen BIP-Wachstums, ΔY , bzw. des Bevölkerungswachstums, ΔPOP , neu geschätzt:

$$(3) \quad I_i/Y_i = a + b_1 S_i/Y_i + c \Delta Y_i$$

$$(4) \quad I_i/Y_i = a + b_2 S_i/Y_i + c \Delta POP_i$$

Tabelle 2 enthält die entsprechenden Resultate. Der Einschluss einer Variable für das reale Wirtschafts- bzw. Bevölkerungswachstum führt zu keiner Lockerung des Zusammenhangs zwischen Sparen und Investieren. Wie in Tabelle 1 sind auch hier die Koeffizienten während dreier Perioden signifikant von 0 und nicht signifikant von 1 verschieden; nur von 1985–89 sind sie sowohl von 0 als auch von 1 verschieden. Der enge Zusammenhang zwischen Sparen und Investieren kann somit nicht durch die zwei potentiellen gemeinsamen Einflussfaktoren – Wirtschafts- bzw. Bevölkerungswachstum – erklärt werden.⁴

Im folgenden soll nun noch untersucht werden, ob sich die hohen b-Koeffizienten möglicher-

weise auf eine aktive Leistungsbilanzpolitik der Regierung zurückführen lassen. In Anlehnung an Summers (1988) und Feldstein und Bacchetta (1991) wird überprüft, ob ein Zusammenhang zwischen dem staatlichen Budgetdefizit und der Differenz zwischen privatem Sparen und Investitionen («private Leistungsbilanz») besteht. Geschätzt wird die Gleichung

$$(5) \quad DEF_i/Y_i = a + b(PS_i - I_i)/Y_i$$

wobei DEF das Budgetdefizit und PS (privates Sparen) die Summe von volkswirtschaftlichem Sparen und Budgetdefiziten darstellt. Aufgrund von Mängeln bei den Defizitdaten verschiedener Länder in den frühen achtziger Jahren (Brüche in der Berechnungsweise, schlechte Vergleichbarkeit) wird die Gleichung nur über die beiden Zeitperioden von 1985–89 und 1991–95 geschätzt.

Aus den in Tabelle 3 zusammengefassten Resultaten geht hervor, dass eine Verbesserung der privaten Leistungsbilanz um eine Einheit jeweils eine Erhöhung des Defizites um 0,6–0,84 Einheiten mit sich bringt. Diese Resultate liegen in einer ähnlichen Größenordnung wie bei Summers (1988) und Feldstein und Bacchetta (1991). Obwohl die b-Koeffizienten für beide Zeitperioden nicht signifikant von 1 verschieden sind, lässt sich eine gewisse Abschwächung des Zusammenhangs zwischen Defizit und privater Leistungsbilanz in den neunziger Jahren feststellen. Dies könnte möglicherweise

Tabelle 1
Zusammenhang zwischen Sparen und Investieren in der Querschnittsanalyse

	ρ	b
1980–85	0,658	0,74 * (0,245)
1985–89	0,736	0,583 ** (0,155)
1980–89	0,751	0,755 * (0,192)
1991–95	0,759	0,765 * (0,189)

⁴ Auch in anderen Beiträgen hatten diese beiden zusätzlichen Variablen kaum einen Einfluss auf b (vgl. z. B. Feldstein und Horioka, 1980; Feldstein und Bacchetta, 1991).

* auf dem 5%-Niveau signifikant von 0 und nicht signifikant von 1 verschieden

Tabelle 2
Zusammenhang zwischen Sparen und Investieren bei Einschluss einer Variable für das Wirtschaftswachstum bzw. das Bevölkerungswachstum

	b_1	b_2
1980–85	0,762 * (0,227)	0,643 * (0,217)
1985–89	0,522 ** (0,162)	0,592 ** (0,161)
1980–89	0,69 * (0,164)	0,73 * (0,203)
1991–95	0,87 * (0,183)	0,784 * (0,202)

** auf dem 5%-Niveau signifikant von 0 und von 1 verschieden

Datenquelle: OECD National Accounts 1960–95

auf die Bemühungen verschiedener Länder zurückzuführen sein, ihre Budgetdefizite den Anforderungen des Vertrags von Maastricht anzupassen – unabhängig vom jeweiligen Saldo der privaten Leistungsbilanz.

Summers (1988) interpretiert den engen Zusammenhang zwischen privater Leistungsbilanz und Defiziten als Evidenz für eine aktive Leistungsbilanzpolitik seitens der Regierung. Feldstein und Bacchetta (1991) argumentieren hingegen, dass dieser Zusammenhang auch als «crowding out» privater Investitionen durch Budgetdefizite verstanden werden kann. Zur Konkretisierung dieser alternativen Interpretation schätzen Feldstein und Bacchetta die Gleichung

$$(6) \quad I_i/Y_i = a + bDEF_i/Y_i + cPS_i/Y_i$$

Diese Gleichung unterscheidet sich nur insofern von der ursprünglichen Feldstein-Horioka-Gleichung, als das Sparen in seine beiden Bestandteile öffentliches und privates Sparen aufgeteilt wird. Gemäss dem ursprünglichen Modell sollten b und c denselben Wert, aber mit umgekehrten Vorzeichen annehmen. Tabelle 4 zeigt die entsprechenden Schätzergebnisse.

Die Ergebnisse sind konsistent mit der Interpretation, dass eine Erhöhung des privaten Sparens um eine Einheit die Investitionen um 0,6 bzw. 0,85 Einheiten steigert, während eine Erhöhung des Budgetdefizites um eine Einheit zu einem crowding

out der Investitionen um 0,56 bzw. 0,46 Einheiten führt. Die Hypothese, dass $b = -c$, kann dabei in beiden Perioden nicht abgelehnt werden.

Auch diese Schätzungen erlauben es jedoch nicht, definitiv zwischen den beiden Interpretationsmöglichkeiten aktive Leistungsbilanzpolitik und «crowding out» zu diskriminieren. Dies ist nach Feldstein und Bacchetta nur aufgrund von Plausibilitätsüberlegungen im Rahmen der konkreten Situation eines Landes möglich. Im vorliegenden Zusammenhang kann nicht ausgeschlossen werden, dass die hier erhaltene Evidenz für eine geringe Kapitalmobilität durch eine aktive Leistungsbilanzpolitik der Regierungen verzerrt wird. Allerdings lockert sich der Zusammenhang zwischen Defizit und privater Leistungsbilanz in den neunziger Jahren leicht, während der b-Koeffizient in der ursprünglichen Feldstein-Horioka-Gleichung sich in den neunziger Jahren geringfügig erhöht. Dies lässt vermuten, dass die Kapitalmobilität in der EU auch unter Berücksichtigung der Leistungsbilanzpolitik der Regierungen beschränkt ist.

Tabelle 3
Zusammenhang zwischen Budgetdefizit und «privater Leistungsbilanz»

	b	R ²
1985–89	0,844 * (0,126)	0,79
1991–95	0,602 * (0,245)	0,33

Tabelle 4
Zusammenhang zwischen Investitionen, Budgetdefiziten und privatem Sparen

	b	c	adj. R ²
1985–89	-0,558 * (0,188)	0,588 * (0,162)	0,46
1991–95	-0,458 (0,258)	0,847 * (0,184)	0,6

* auf dem 5%-Niveau signifikant
von 0 und nicht signifikant
von 1 verschieden. Datenquelle:
Eurostat, OECD

4 Schlussfolgerungen

Die Anwendung des Feldstein-Horioka-Ansatzes auf die Daten der EU-Mitglieder für die Zeitspanne von 1980–95 führt zum Resultat einer beschränkten Mobilität des gesamten volkswirtschaftlichen Kapitals. Die Korrelation zwischen Sparen und Investieren scheint nicht durch gemeinsame Einflussfaktoren wie das Wirtschafts- und Bevölkerungswachstum verursacht zu werden; hingegen kann nicht ausgeschlossen werden, dass die Leistungsbilanzpolitik der Regierungen die Ergebnisse teilweise verzerrt.

Ist die Kapitalmobilität in einer Währungsunion nur unvollkommen, so ist auch ihre Kapazität zur Absorption von asymmetrischen Schocks begrenzt. Da die Mobilität der Arbeitskräfte und die Flexibilität der Preise kurzfristig ebenfalls gering sind, besteht die Gefahr, dass asymmetrische Schocks in den betroffenen EU-Mitgliedländern zu Produktionseinbußen und Arbeitslosigkeit führen. Allerdings muss nochmals betont werden, dass die Einführung einer gemeinsamen Währung zu einer Zunahme der Kapitalmobilität und einer Abnahme der asymmetrischen Schocks führen kann. Die hier erhaltenen Ergebnisse können somit nicht ohne weiteres in die Zukunft übertragen werden.

Literaturverzeichnis

Bayoumi, T. A. und A. Rose. 1993. Domestic Savings and Intra-national Capital Flows. *European Economic Review* 37: 1197–1202.

Bayoumi, T. A. und G. Sterne. 1993. Regional Trading Blocs, Mobile Capital and Exchange Rate Coordination. Bank of England, mimeo, January 1993.

Coakley, J., F. Kulasi und R. Smith. 1996. Current Account Solvency and the Feldstein-Horioka Puzzle. *The Economic Journal* 106: 620–627.

Eijffinger, S. und J. Lemmen. 1995. Money Market Integration in Europe. *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik* 131: 3–37.

Feldstein, M. 1983. Domestic Saving and International Capital Movements in the Long Run and the Short Run. *European Economic Review* 21: 129–151.

Feldstein, M. und P. Bacchetta. 1991. National Saving and International Investment. In: *National*

Saving and Economic Performance, Hrsg. D. Bernheim und J. Shoven, 201–220. Chicago: University of Chicago Press.

Feldstein, M. und C. Horioka. 1980. Domestic Saving and International Capital Flows. *The Economic Journal* 90: 314–329.

Gordon, R. und A. L. Bovenberg. 1996. Why is Capital so Immobile Internationally? Explanations and Implications for Capital Income Taxation. *American Economic Review* 86: 1057–1075.

Kleinewefers Lehner, A. 1997. Glaubwürdigkeitsaspekte der Geldpolitik in Deutschland, der Schweiz, den Niederlanden und Österreich. Diss. Bern 1997.

Obstfeld, M. 1986. Capital Mobility in the World Economy: Theory and Measurement. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 24: 55–104.

Obstfeld, M. 1994. International Capital Mobility in the 1990s. CEPR Discussion Paper No. 902, London.

Popper, H. 1993. Long-term Covered Interest Parity: Evidence from Currency Swaps. *Journal of International Money and Finance* 12: 439–448.

Sinn, S. 1992. Saving-Investment Correlations and Capital Mobility: On the Evidence from Annual Data. *The Economic Journal* 102: 1162–1170.

Summers, L. 1988. Tax Policy and International Competitiveness. In: *International Aspects of Fiscal Policies*, Hrsg. J. Frenkel, 349–380. Chicago: Chicago University Press.

Tesar, L. 1991. Savings, Investment and International Capital Flows. *Journal of International Economics* 31: 55–78.

Geld- und währungspolitische Chronik

In der Berichtsperiode waren auf dem Gebiet der Geld- und Währungs- politik keine neuen Massnahmen zu verzeichnen.

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 kann beim
Zürichsee Zeitschriftenverlag, 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

