

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA 

Quartalsheft

Schweizerische Nationalbank Quartalsheft

Dezember 4/1998 16. Jahrgang

Inhalt

4	Übersicht
5	Sommaire
6	Sommario
7	Abstracts
8	Die Geldpolitik im Jahre 1999 La politica monetaria nel 1999 Swiss monetary policy in 1999
16	Die Wirtschafts- und Währungslage
17	1 Internationale Rahmenbedingungen
17	1.1 Konjunktur
19	1.2 Monetäre Entwicklung
20	1.3 Konjunkturaussichten
21	2 Monetäre Entwicklung
21	2.1 Geldaggregate
23	2.2 Kredite und Kapitalmarkt
25	2.3 Zinsen
27	2.4 Wechselkurse
28	3 Gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Produktion
28	3.1 Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion
31	3.2 Aussenhandel und Ertragsbilanz
34	3.3 Investitionen
35	3.4 Konsum
36	4 Arbeitsmarkt
36	4.1 Beschäftigung
36	4.2 Arbeitslosigkeit
38	5 Preise
38	5.1 Konsumentenpreise
38	5.2 Preise des Gesamtangebots
39	5.3 Teuerungsaussichten
42	Seigniorage und Notenbankgewinn von Ernst Baltensperger und Thomas J. Jordan
52	Die Entwicklung der Direktinvestitionen im Jahre 1997
76	Das Auslandvermögen der Schweiz im Jahre 1997
82	Geld- und währungspolitische Chronik
84	Inhaltsverzeichnis 1998

Übersicht

Die Geldpolitik im Jahre 1999 (S. 8)

Das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank nimmt im Einvernehmen mit dem Bundesrat in Aussicht, seine pragmatische Geldpolitik auch im Jahre 1999 weiterzuführen. Damit soll der schweizerischen Wirtschaft der für eine ausgewogene Entwicklung notwendige monetäre Spielraum gewährt werden. Nicht zuletzt ist den Unsicherheiten, die von der bevorstehenden Einführung des Euro ausgehen, Rechnung zu tragen.

Wirtschafts- und Währungslage (S. 16)

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge stieg von Juli bis Oktober 1998 beschleunigt. Dies war vor allem auf die kräftige Ausweitung der Liquidität zurückzuführen, mit der die Nationalbank den Anspannungstendenzen auf dem Geldmarkt und der Höherbewertung des Frankens entgegenwirkte. In der Folge bildeten sich die kurzfristigen Zinssätze deutlich zurück. Das Wachstum der breit definierten Geldmenge M_3 zog gegenüber der Vorperiode leicht an, blieb aber im Vorjahresvergleich schwach.

Die Erholung der schweizerischen Wirtschaft setzte sich im dritten Quartal fort. Während der private Konsum und die Anlageinvestitionen etwas an Schwung gewannen, stiegen die Exporte ungefähr gleich stark wie im ersten Halbjahr. Das reale Bruttoinlandsprodukt lag um 1,8% über dem Vorjahresstand. Zwischen den Wirtschaftssektoren ergaben sich erhebliche Unterschiede. Im stark auslandorientierten Industriesektor liessen die Auftriebskräfte vor allem infolge der Rezession in Ostasien stark nach. Dagegen entwickelte sich der Dienstleistungssektor weiter günstig. Auch die Beschäftigungsaussichten wurden in diesem Bereich deutlich optimistischer beurteilt als in der Industrie. Insgesamt stagnierte die Beschäftigung im dritten Quartal gegenüber der Vorperiode. Die Arbeitslosenquote bildete sich weiter zurück und betrug im Oktober noch 3,4%. Die Konsumentenpreise blieben von Juli bis Oktober stabil; im November bildeten sie sich sogar leicht zurück. Während die Preise der Dienstleistungen etwas stärker stiegen als im zweiten Quartal, sanken diejenigen der Waren vor allem infolge der tieferen Erdölpreise.

Seigniorage und Notenbankgewinn (S. 42)

Dieser Artikel diskutiert die Messung der Seigniorage in einem Papiergeldsystem. Seigniorage, d. h. die Einnahmen aus dem Monopol zur Ausgabe von Notenbankgeld, wird dabei vom Notenbankgewinn abgegrenzt. Der Artikel behandelt auch die Frage der Ausschüttung des Notenbankgewinns an die Regierung. Der Aufsatz postuliert zwei wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen: Erstens sollte die Erzielung von Seigniorage in Ländern mit entwickelten Finanz- und Steuersystemen bei der Festlegung einer optimalen Geldpolitik keine Rolle spielen. Zweitens sollte der Transfer des Notenbankgewinns an die Regierung in einer Art erfolgen, dass die Durchführung einer optimalen Geldpolitik nicht beeinträchtigt wird.

Die Entwicklung der Direktinvestitionen im Jahre 1997 (S. 52)

Die schweizerischen Direktinvestitionen nahmen im Jahre 1997 markant zu. Die Kapitalexporte stiegen um 20% auf 24 Mrd. Franken. Der Kapitalbestand im Ausland erhöhte sich um 41 Mrd. auf 232 Mrd. Franken und die Zahl der Beschäftigten im Ausland stieg um 9% auf 1,59 Mio. Beschäftigte. Die ausländischen Direktinvestitionen in der Schweiz verdoppelten sich infolge höherer Zuflüsse aus der EU auf 7,2 Mrd. Franken. Der ausländische Kapitalbestand in der Schweiz erreichte 82 Mrd. Franken (Vorjahr: 73 Mrd.).

Das Auslandvermögen der Schweiz im Jahre 1997 (S. 76)

Die Auslandguthaben und die Auslandverpflichtungen der Schweiz nahmen im Jahre 1997 erneut kräftig zu. Sie umfassen neben den Direktinvestitionsbeständen insbesondere auch die Portfolioanlagen, die Kredite und Einlagen der Banken sowie die Währungsreserven der Nationalbank. Die Auslandaktiven erhöhten sich um 17% auf 1459 Mrd. Franken. Die Auslandpassiven stiegen um 29% auf 1016 Mrd. Franken. Das starke Wachstum wurde im wesentlichen durch Neuanlagen und durch die Kurssteigerung der Wertpapieranlagen bestimmt. Das Nettoauslandvermögen nahm um 10 Mrd. auf 443 Mrd. Franken ab. Bei den Auslandaktiven verminderte sich die Bedeutung der auf Schweizer Franken lautenden Anlagen. Dagegen nahm der Schweizerfrankenanteil bei den Auslandpassiven deutlich zu.

La politique monétaire en 1999 (p. 8)

La Direction générale de la Banque nationale suisse envisage, en accord avec le Conseil fédéral, de poursuivre en 1999 une politique monétaire pragmatique. Ainsi, l'économie suisse disposera de l'enveloppe monétaire qui est nécessaire à une croissance équilibrée. En outre, il convient de tenir compte des incertitudes découlant de l'introduction prochaine de l'euro.

Situation économique et monétaire (p. 16)

Entre juillet et octobre 1998, la progression de la monnaie centrale désaisonnalisée s'est accélérée du fait principalement que la Banque nationale a, par un approvisionnement généreux en liquidités, contrecarré des tensions qui se dessinaient sur le marché monétaire et la revalorisation du franc sur les marchés des changes. Les rémunérations à court terme ont alors diminué nettement. La croissance de M_3 s'est accélérée légèrement d'un trimestre à l'autre, mais est restée faible en comparaison annuelle.

La reprise de l'économie suisse a continué au troisième trimestre. La consommation privée et les investissements ont gagné en vigueur, tandis que les exportations ont augmenté approximativement au même rythme qu'au premier semestre. Le produit intérieur brut réel dépassait de 1,8% son niveau de la période correspondante de 1997. L'évolution n'a cependant pas été identique dans tous les secteurs de l'économie. Ainsi, les impulsions ont faibli nettement dans l'industrie, qui est fortement axée sur les marchés extérieurs, à la suite de la récession en Asie orientale. En revanche, l'évolution est restée favorable dans le secteur des services. De même, les perspectives en matière d'emploi étaient jugées avec plus d'optimisme dans les services que dans l'industrie. Dans l'ensemble, l'emploi a stagné du deuxième au troisième trimestre. Le taux de chômage a continué à se replier, passant à 3,4% en octobre. Les prix à la consommation sont restés stables entre juillet et octobre, puis ont diminué légèrement en novembre. Les prix des services ont augmenté un peu plus fortement qu'au deuxième trimestre, alors que ceux des marchandises ont baissé, du fait principalement du recul des prix pétroliers.

Seigneurage et bénéfice de banque centrale (p. 42)

Cet article analyse le problème de la mesure du seigneurage dans un système de papier-monnaie. Le seigneurage, à savoir les recettes découlant du monopole d'émission de la monnaie centrale, est distinct du bénéfice de la banque centrale. Est également traitée la question de la distribution au gouvernement du bénéfice de la banque d'émission. L'article parvient à deux conclusions de politique économique. La première est que dans les pays dotés d'un système financier et fiscal développé le seigneurage ne devrait pas entrer en ligne de compte pour la conduite d'une politique monétaire optimale. La deuxième conclusion est que le transfert du bénéfice de la banque centrale au gouvernement devrait avoir lieu sans entraver la réalisation d'une telle politique.

Investissements directs en 1997 (p. 52)

En 1997, les investissements directs suisses à l'étranger ont fortement augmenté. Les exportations de capitaux se sont accrues de 20% pour atteindre 24 milliards de francs. Les capitaux d'investissement direct à l'étranger ont passé de 191 milliards à fin 1996 à 232 milliards de francs à fin 1997. En hausse de 9%, le nombre des personnes occupées à l'étranger s'est établi à 1,59 million. Les investissements directs étrangers en Suisse se sont inscrits à 7,2 milliards de francs en 1997. D'une année à l'autre, ils ont doublé du fait d'afflux de capitaux plus élevés en provenance de l'UE. Quant au volume des investissements directs étrangers en Suisse, il était de 82 milliards de francs à fin 1997, contre 73 milliards un an auparavant.

La position extérieure nette en 1997 (p. 76)

Tant les avoirs que les engagements extérieurs de la Suisse se sont de nouveau accrues vigoureusement en 1997. Ils englobent notamment les investissements directs, les investissements de portefeuille, les crédits des banques et les dépôts dans les banques ainsi que les réserves monétaires de la Banque nationale. Les actifs à l'étranger ont progressé de 17% pour atteindre 1459 milliards de francs, et les passifs envers l'étranger ont augmenté de 29%, passant à 1016 milliards. Pour l'essentiel, ces fortes expansions s'expliquent par des placements opérés durant l'année, mais aussi par la hausse des cours des papiers-valeurs. La position extérieure nette de la Suisse s'établissait à 443 milliards de francs, contre 453 milliards à fin 1996. L'importance du franc suisse a diminué du côté des actifs à l'étranger, mais augmenté nettement du côté des passifs vis-à-vis de l'étranger.

Sommario

La politica monetaria nel 1999 (p. 8)

La Direzione generale della Banca nazionale svizzera prevede, d'intesa con il Consiglio federale, di proseguire la sua politica monetaria prammatica anche nel 1999. L'economia svizzera disporrà così del margine di manovra monetario necessario ad un suo sviluppo equilibrato. Non sono inoltre da trascurare le incertezze legate all'imminente introduzione dell'euro.

Situazione economica e monetaria (p. 16)

Da luglio a ottobre, la crescita della base monetaria destagionalizzata si è accelerata. Questo fenomeno è stato essenzialmente determinato dal considerevole aumento della liquidità, con il quale la Banca nazionale ha reagito, da un lato, alle tensioni che si profilavano sul mercato monetario e, dall'altro, all'apprezzamento del franco svizzero. I tassi d'interesse a breve termine sono quindi nettamente calati. La crescita dell'aggregato monetario più ampio M_3 è stata leggermente più vigorosa rispetto al secondo trimestre, pur rimanendo debole se confrontata all'anno precedente.

La ripresa dell'economia svizzera è proseguita anche nel terzo trimestre. Mentre il consumo privato e gli investimenti fissi hanno acquistato slancio, le esportazioni sono aumentate ad un ritmo simile a quello registrato durante la prima metà dell'anno. Il prodotto interno lordo reale è stato superiore all'anno precedente dell'1,8% circa, con differenze considerevoli tra i vari settori economici. Nel comparto industriale, fortemente orientato verso le esportazioni, gli impulsi di crescita si sono notevolmente affievoliti, in modo particolare a seguito della recessione che regna nell'Asia orientale. I servizi, al contrario, hanno nuovamente segnato un'evoluzione positiva. In questo settore, pure le prospettive d'occupazione sono state giudicate con maggiore ottimismo rispetto al comparto industriale. L'occupazione ha complessivamente ristagnato nel corso del terzo trimestre. Il tasso di disoccupazione è ulteriormente calato, fino a raggiungere il 3,4% in ottobre. I prezzi al consumo sono rimasti stabili da luglio a ottobre. In novembre sono addirittura sensibilmente diminuiti. I prezzi dei servizi hanno segnato una leggera accelerazione, quelli delle merci sono calati, a seguito principalmente della diminuzione del prezzo del petrolio.

Signoraggio e utile della banca centrale (p. 42)

Quest'articolo analizza il problema della misura del signoraggio in un sistema di cartamoneta. Il signoraggio, ossia gli introiti derivanti dal monopolio d'emissione della moneta centrale, viene distinto dall'utile della banca centrale. È inoltre trattata la questione della distribuzione al governo dell'utile della banca d'emissione. L'articolo giunge a due conclusioni di politica economica. La prima è che nei paesi dotati di un sistema finanziario e fiscale evoluto il signoraggio non dovrebbe essere di rilievo per stabilire la politica monetaria più adeguata. La seconda conclusione è che il trasferimento dell'utile della banca centrale al governo dovrebbe avvenire in modo da non ostacolare l'attuazione di tale politica.

Investimenti diretti nel 1997 (p. 52)

Nel 1997, gli investimenti diretti dalla Svizzera all'estero sono notevolmente aumentati. Le esportazioni di capitali sono cresciute del 20%, ammontando così a 24 miliardi di franchi. La consistenza del capitale all'estero è aumentata di 41 miliardi, salendo a 232 miliardi di franchi e il numero delle persone occupate all'estero è stato di 1,59 milioni con un incremento del 9%. In seguito a maggiori afflussi dall'UE, gli investimenti diretti esteri in Svizzera sono raddoppiati, fino a raggiungere 7,2 miliardi di franchi. La consistenza del capitale estero in Svizzera è salita a 82 miliardi di franchi (contro 73 miliardi nel 1996).

Averi all'estero nel 1997 (p. 76)

Gli averi svizzeri all'estero e gli impegni verso l'estero della Svizzera sono aumentati considerevolmente anche nel 1997. Accanto alla consistenza degli investimenti diretti, rientrano in queste categorie in particolare anche gli investimenti di portafoglio, i crediti e depositi delle banche, nonché le riserve monetarie della Banca nazionale. Gli attivi all'estero sono aumentati del 17% a 1459 miliardi di franchi; i passivi all'estero sono cresciuti del 29% a 1016 miliardi di franchi. Questa forte crescita è stata determinata essenzialmente da nuovi investimenti e dal rialzo dei corsi dei titoli. Il volume netto degli averi all'estero si è ridotto di 10 miliardi, scendendo a 443 miliardi di franchi. La parte degli investimenti in franchi svizzeri su gli attivi all'estero si è ridotta, mentre è invece aumentata la quota in franchi svizzeri dei passivi all'estero.

Abstracts

Monetary policy in 1999 (p. 8)

The Governing Board of the Swiss National Bank, in agreement with the Federal Government, intends to continue implementing a pragmatic monetary policy in 1999. The Swiss economy will thus be granted the monetary leeway necessary for a balanced development. In particular, the uncertainties emanating from the forthcoming introduction of the euro are to be taken into account.

Economic and monetary developments (p. 16)

The seasonally-adjusted monetary base grew at an accelerated pace from July to October 1998. This was mostly due to the strong expansion of liquidity with which the National Bank countered the signs of strain in the money market and the higher Swiss franc. As a result, short-term interest rates declined markedly. The growth of the broadly defined money stock M_3 moved up slightly compared to the previous period, but remained weak year-on-year.

The recovery of the Swiss economy continued in the third quarter. While private consumer spending and investment in plant and equipment gained some momentum, exports picked up at roughly the same rate as in the first half of the year. Real gross domestic product exceeded the previous year's level by 1.8%. The different economic sectors showed a significantly different picture. In the strongly export-oriented manufacturing sector buoyancy weakened markedly chiefly as a result of the recession in East Asia. The service sector, however, continued to develop favourably. The employment outlook was also considerably brighter in this sector than in manufacturing. Employment on the whole stagnated in the third quarter compared to the previous period. The unemployment rate continued to decline and only amounted to 3.4% in October. Consumer prices remained stable from July to October; in November they even declined somewhat. While the price increase in the service sector was slightly higher than in the second quarter the prices for goods declined mostly as a result of lower crude oil prices.

Seigniorage and central bank profit (p. 42)

This article deals with the problem of measuring seigniorage in a paper money system. Seigniorage, i. e. the income from the money-issuing prerogative, is separated from central bank profits. The paper also discusses the issue of distribution of central bank profits to the government. Two conclusions for eco-

nomical policy are drawn. First, achieving seigniorage in countries with full-fledged fiscal and tax systems should not be a consideration when laying down an optimal monetary policy. Second, the transfer of central bank profits to the government should be carried out without jeopardising the implementation of a well-conceived monetary policy.

Direct investment in 1997 (p. 52)

Direct investment abroad went up significantly in 1997. Capital exports grew by 20% to Sfr 24 billion. Capital holdings abroad rose by Sfr 41 billion to Sfr 232 billion, and the labour force abroad increased by 9% to 1.59 billion persons employed. Foreign direct investment in Switzerland doubled as a result of the higher influx from the EU to Sfr 7.2 billion. Foreign capital holdings in Switzerland reached Sfr 82 billion (previous year: Sfr 73 billion).

Switzerland's investment position in 1997 (p. 76)

Both Switzerland's foreign assets and foreign liabilities again rose markedly in 1997. In addition to the direct investment holdings, they comprise, in particular, portfolio investments, bank loans and deposits as well as the National Bank's monetary reserves. Foreign assets increased by 17% to Sfr 1459 billion. Foreign liabilities rose by 29% to Sfr 1016 billion. The strong growth was mainly due to new investments and the price hikes of securities investments. The net investment position decreased by Sfr 10 billion to Sfr 443 billion. In the case of the foreign assets, investments denominated in Swiss francs became less significant. With regard to foreign liabilities, however, the Swiss franc share rose significantly.

Die Geldpolitik im Jahre 1999
La politica monetaria nel 1999
Swiss monetary policy in 1999

Die Geldpolitik im Jahre 1999

Das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank hat die Absicht, im Einvernehmen mit dem Bundesrat die tendenziell grosszügige Geldpolitik auch im Jahre 1999 weiterzuführen. Damit gewährt es der schweizerischen Wirtschaft den für die Fortsetzung der Erholung notwendigen monetären Spielraum. Als Folge der Probleme in Ostasien und der Wachstumsverlangsamung in den Vereinigten Staaten dürfte sich die Konjunktur in Westeuropa abschwächen. Die schweizerische Wirtschaft sollte aber weiterhin ein befriedigendes Wachstum erzielen. Mit seiner Absicht trägt das Direktorium nicht zuletzt den Unsicherheiten Rechnung, die mit der bevorstehenden Einführung des Euro verbunden sind.

Die Schweizerische Nationalbank hat bekanntlich den Auftrag, eine Geldpolitik im Gesamtinteresse des Landes zu führen. Im Rahmen der Möglichkeiten der Geldpolitik ist zur Schaffung von Voraussetzungen beizutragen, die eine ausgewogene und damit nachhaltige wirtschaftliche Entwicklung ermöglichen. Der beste Beitrag, den die Geldpolitik in diesem Sinne zu leisten vermag, besteht in der Gewährleistung von Preisstabilität. Diese setzt die Nationalbank mit einer jährlichen Teuerungsrate von 1–2% gleich.

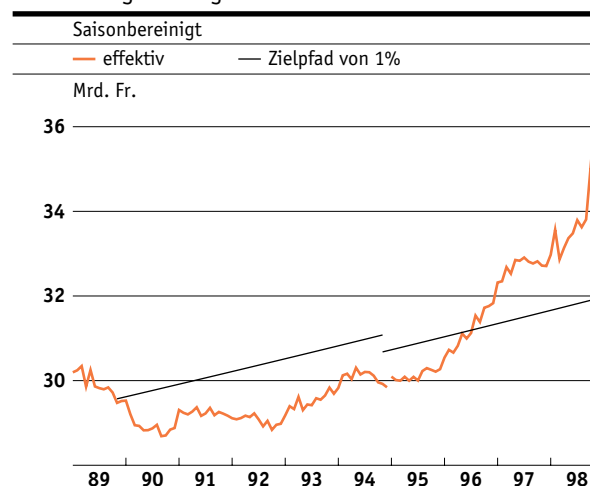
Einmal mehr sei betont, dass Preisstabilität für die Nationalbank kein Selbstzweck, sondern ein Mittel zum Zweck ist. Die ökonomische Lehre weist überzeugend nach, dass mangelnde Preisstabilität zu bedeutenden Wachstums- und damit auch Wohlstandsverlusten führen kann. Dazu kommt, dass vor allem die schwächeren Glieder der Gemeinschaft unter der Teuerung leiden. Preisstabilität ist deshalb ein wichtiges soziales Anliegen.

Die wirtschaftliche Erholung, die 1997 eingesetzt hatte und anfänglich vor allem von den Exporten getragen war, erfasste im Jahre 1998 alle Bereiche der Wirtschaft. Trotz der Abkühlung, die durch die Probleme in verschiedenen Teilen der Welt ausgelöst wurde, dürfte das reale Wachstum des Bruttoinlandproduktes in der Schweiz rund 2% erreichen, was der seinerzeitigen Prognose der Nationalbank entspricht. Die Ausfuhren nach Ostasien schrumpften zwar stark. Diese Ausfälle wurden aber durch ein kräftiges Wachstum der Exporte in die Länder der Europäischen Union und in die Vereinigten Staaten sowie durch die Belebung der Binnennachfrage wettgemacht. Die Inflation liegt mit 0,1% unter den ursprünglichen Erwartungen.

Im Jahre 1999 wird sowohl für die Schweiz als auch für andere kontinentaleuropäische Länder mit einer leichten Abschwächung der wirtschaftlichen Entwicklung gerechnet. Das Wachstum des realen Bruttoinlandproduktes dürfte in der Schweiz noch etwa 1,5% betragen. Die Exportwirtschaft wird die Folgen der krisenhaften Entwicklungen zu spüren bekommen, während die Binnennachfrage weiterhin als willkommene Konjunkturstütze wirken sollte. Die ungenutzten Produktionskapazitäten werden angesichts des moderaten realen Wachstums kaum weiter abgebaut werden. Der Druck auf die Konsumentenpreise wird deshalb bescheiden bleiben. Die Teuerung wird voraussichtlich auf 1% steigen, wobei ungefähr die Hälfte auf die Erhöhung der Mehrwertsteuer zurückzuführen sein wird.

Im vergangenen Jahr wurde die Entwicklung des Frankenkurses nur zu einem kleinen Teil durch die Vorbereitungen auf die Europäische Währungsunion geprägt. Den Ausschlag gaben vielmehr die Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten, die eine zusätzliche Nachfrage nach Schweizer Franken auslösten. Die Nationalbank trat den Auswirkungen auf den Frankenkurs entgegen, indem sie den Geldmarkt wiederholt grosszügig mit Liquidität versorgte. Gegenwärtig befindet sich der Wechselkurs auf einem angemessenen Niveau. Sollte die Einführung des Euro problemlos erfolgen, dann ist für die Schweiz nicht mit grossen Schwierigkeiten zu rechnen. Die Nationalbank und die Europäische Zentralbank werden eine ähnliche Politik führen. Sowohl bei den Zielen als auch bei den operativen Konzepten der Geldpolitik besteht weitgehende Übereinstimmung. Dies wird tendenziell zur Wechselkursstabilität beitragen.

Notenbankgeldmenge



Die Nationalbank hat schon vor einem Jahr betont, dass die Entwicklung der Notenbankgeldmenge zunehmend schwierig zu interpretieren ist. Zwar scheint sich der Umlauf an Tausendernoten, der in den Vorjahren stark gestiegen war, normalisiert zu haben. Dagegen übertraf die Entwicklung der Giro Guthaben die Prognosen der Nationalbank. Im Gefolge der internationalen Finanzprobleme erhöhten verschiedene Banken ihre liquiden Mittel. Die bereits erwähnten Liquiditätszufuhren trugen ebenfalls zur Zunahme der Giro Guthaben bei.

Die erwähnten Interpretationsprobleme veranlassten die Nationalbank, dem Verlauf der weiter gefassten Geldmenge M_3 vermehrt Beachtung zu schenken. Nachdem diese 1996 und Anfang 1997 stark gestiegen war, flachte sich ihr Wachstum seither deutlich ab. Die mässige Entwicklung deutet nicht auf Inflationsrisiken hin. Bei der Verwirklichung der geldpolitischen Absichten für das Jahr 1999 ist nicht mit einer wesentlichen Änderung der Geldmarktzinsen zu rechnen.

Nichts deutet auf eine unmittelbare Inflationsgefahr hin. Trotzdem gilt es, wachsam zu bleiben. Geldpolitische Entscheide beeinflussen das Gesche-

hen bekanntlich erst mit einer zeitlichen Verzögerung von rund zwei Jahren.

Die Nationalbank wird auch weiterhin eine Reihe anderer Indikatoren beachten. Im Vordergrund stehen Hinweise auf den Konjunkturverlauf und die Wechselkursentwicklung. Die weitere wirtschaftliche Entwicklung ist im gegenwärtigen Umfeld nicht leicht abzusehen. Sollte sie deutlich von den heutigen Vorstellungen abweichen, dann würde das Direktorium die Lage selbstverständlich neu beurteilen.

La politica monetaria nel 1999

La Direzione generale della Banca nazionale svizzera, d'intesa con il Consiglio federale, si propone di mantenere anche nel 1999 una politica monetaria tendenzialmente espansiva. Dal lato monetario, garantisce così all'economia svizzera il margine di manovra necessario per il proseguimento della ripresa. In seguito ai problemi nell'Asia orientale e al rallentamento della crescita negli Stati Uniti, si prevede un indebolimento della congiuntura nei paesi dell'Europa occidentale. Tuttavia, l'economia svizzera dovrebbe ancora conseguire una crescita soddisfacente. Con l'indirizzo prescelto, la Direzione generale tiene conto anche delle incertitudini derivanti dall'imminente introduzione dell'euro.

La Banca nazionale ha notoriamente il compito di svolgere una politica monetaria utile agli interessi generali del paese. Nell'ambito delle possibilità della politica monetaria occorre contribuire a creare presupposti che consentano uno sviluppo economico equilibrato e, pertanto, duraturo. Il miglior contributo che possa in tal senso offrire la politica monetaria consiste nel garantire la stabilità dei prezzi che, per la Banca nazionale, equivale a un tasso di rincaro annuo dell'1-2%.

È utile tornare a sottolineare che la stabilità dei prezzi non è un fine a se stesso, ma un mezzo per perseguire lo scopo. La dottrina economica dimostra in modo convincente che un'insufficiente stabilità dei prezzi può condurre a una cospicua diminuzione della crescita e, dunque, a un minore benessere. A ciò si aggiunge che soprattutto i meno abbienti patiscono del rincaro. La stabilità dei prezzi è perciò socialmente importante.

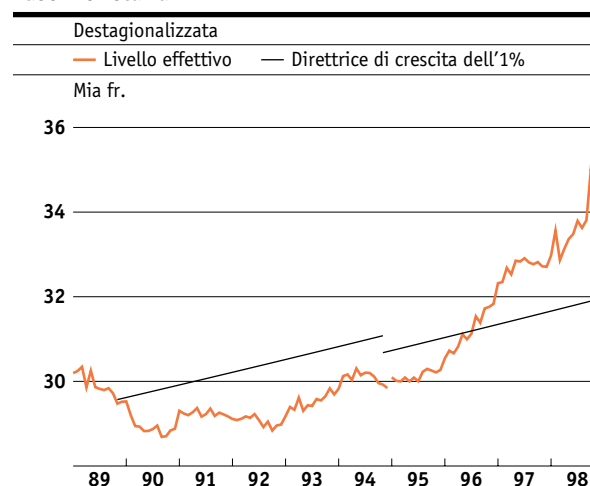
La ripresa economica, manifestatasi nel 1997 e sostenuta inizialmente soprattutto dalle esportazioni, si è estesa nel 1998 a tutti i rami dell'economia svizzera. Nonostante il rallentamento provocato dai problemi manifestatisi in diverse parti del mondo, la crescita reale del prodotto interno lordo in Svizzera dovrebbe raggiungere circa il 2% nel 1998 e, quindi, corrispondere a quanto previsto della Banca nazionale un anno fa. Le esportazioni verso l'Asia orientale sono fortemente diminuite. Questo calo è tuttavia stato compensato da una vigorosa crescita delle esportazioni verso i paesi dell'Unione europea e gli Stati Uniti come pure dal rafforzamento della domanda domestica. Con un tasso dello 0,1%, l'inflazione è inferiore alle aspettative.

Per il 1999 si prevede un leggero indebolimento della crescita economica sia in Svizzera che in altri

paesi dell'Europa continentale. In Svizzera, il tasso di crescita del prodotto interno lordo dovrebbe ancora ascendere a circa l'1,5% in termini reali. Le esportazioni risentiranno gli effetti del deterioramento dell'attività economica in alcune regioni del mondo mentre la domanda interna dovrebbe ancora agire da opportuno sostegno alla congiuntura. Tenuto conto della moderata crescita reale, le capacità di produzione inutilizzate potranno difficilmente essere ulteriormente ridotte. Le pressioni sui prezzi al consumo dovrebbero perciò rimanere modeste. Il rincaro salirà probabilmente all'1%, di cui la metà circa sarà imputabile all'aumento dell'imposta sul valore aggiunto.

Nel 1998, i preparativi dell'Unione monetaria europea hanno influito solo minimamente sul corso del franco. Pressioni si sono invece manifestate in seguito alle turbolenze sui mercati finanziari, le quali hanno suscitato una domanda addizionale di franchi. La Banca nazionale si è opposta alle spinte al rialzo sul corso del franco, alimentando ripetutamente e abbondantemente con liquidità il mercato monetario. Attualmente il tasso di cambio si situa a un livello adeguato. Qualora l'introduzione dell'euro avvenisse senza problemi, non sono da prevedere grosse difficoltà per la Svizzera. La Banca nazionale svizzera e la Banca centrale europea svolgeranno una politica simile. Sia sugli obiettivi sia sui concetti operativi della politica monetaria esiste un'ampia concordanza. Ciò contribuirà tendenzialmente alla stabilità del tasso di cambio.

Base monetaria



Già un anno fa, la Banca nazionale aveva rilevato che l'evoluzione della base monetaria è sempre più ardua da interpretare. Se una normalizzazione sembra essere intervenuta per le banconote da 1000 franchi, il cui volume era fortemente aumentato negli anni precedenti, gli averi in conto giro hanno invece superato le previsioni della Banca nazionale. In seguito ai problemi finanziari internazionali, diverse banche hanno accresciuto i loro mezzi liquidi. Gli approvvigionamenti di liquidità citati precedentemente hanno pure contribuito all'espansione degli averi in conto giro.

Questi problemi d'interpretazione hanno indotto la Banca nazionale a prestare maggiore attenzione all'evoluzione di aggregati più ampi, in particolare della massa monetaria M_3 . Dopo essere aumentata sensibilmente nel 1996 e all'inizio del 1997, M_3 ha in seguito accusato un netto rallentamento della crescita. Questa evoluzione non denota rischi inflazionistici. L'attuazione delle intenzioni di politica monetaria per il 1999 non comporterà sostanziali modifiche dei tassi del mercato monetario.

Benché non vi siano indicazioni di un imminente pericolo inflazionistico, occorre restare vigili. È infatti risaputo che le decisioni di politica monetaria influenzano gli avvenimenti con un ritardo di circa due anni.

Anche in futuro, la Banca nazionale continuerà a considerare una serie di altri indicatori, in particolare l'evoluzione della congiuntura e dei tassi di cambio. Nel contesto attuale, non è facile fare previsioni congiunturali. Se l'evoluzione economica dovesse deviare palesemente dalle attuali aspettative, la Direzione generale dovrebbe ovviamente riesaminare la situazione.

Monetary policy in 1999

The Governing Board of the Swiss National Bank, in agreement with the Federal Government, intends to continue conducting a basically generous monetary policy in 1999. The Swiss economy will thus be granted the monetary leeway necessary for an enduring economic recovery. The problems in East Asia and the slowdown in growth in the United States are likely to lead to a weakening of economic activity in western Europe. The Swiss economy should, however, achieve further satisfactory growth. The intentions of the Governing Board duly take into account the uncertainties associated with the forthcoming launch of the euro.

The Swiss National Bank – as is known – has the task of pursuing a monetary policy serving the interests of the country as a whole. Within the scope of monetary policy, the National Bank must help to create conditions that facilitate balanced – and also sustained – economic development. The best contribution monetary policy can make is to guarantee price stability. The National Bank considers this to be achieved with an annual inflation rate of 1–2%.

Once more it must be emphasised that for the National Bank price stability is a means to an end rather than an end in itself. Economic theory shows convincingly that the absence of price stability can lead to a considerable loss of growth, and consequently a loss of welfare. To this must be added that notably the weaker members of the community suffer from inflation. Price stability is therefore an important social issue.

The economic recovery, which got under way in 1997 and was initially supported mainly by exports, spread to every sector of the economy in 1998. Despite the slowdown triggered by the problems in various parts of the world, the real rate of growth of Switzerland's gross domestic product in 1998 is expected to be approximately 2%, in line with the National Bank's forecast. Exports to East Asia contracted considerably. Nevertheless, these losses were offset by a vigorous expansion of exports into the countries of the European Union and the United States and by the revival of domestic demand. Inflation, at 0.1%, is below original expectations.

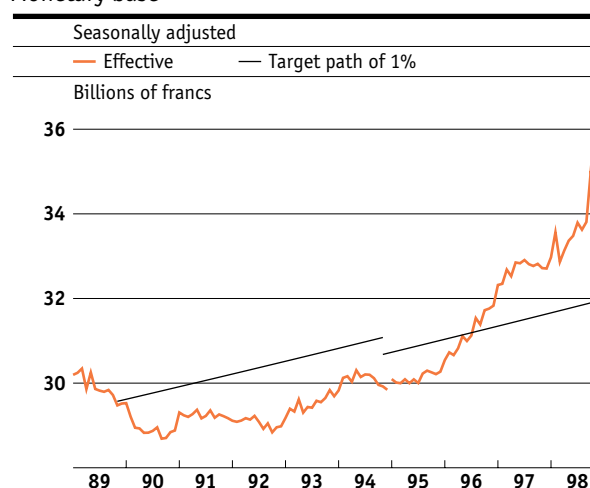
In 1999, economic growth is likely to weaken somewhat both in Switzerland and in other countries in continental Europe. In Switzerland, real gross domestic product is still expected to expand by approximately 1.5%. The export sector will come to feel the results of the external disturbances, while

domestic demand should continue to act as a welcome pillar of the economy. In view of the moderate real growth, unused production capacities are unlikely to be reduced any further. The pressure on consumer prices will therefore remain insignificant. Inflation will probably rise to 1%, with about half this amount being attributable to the increase in value-added tax.

In the past year the development of the Swiss franc rate was only affected to a minor degree by preparations for the European Monetary Union. Of decisive importance, however, were the turbulences in the international financial markets, which boosted the demand for Swiss francs. The National Bank countered the effects on the exchange rate by repeatedly supplying the money market with generous liquidity. Currently the exchange rate is on an adequate level. Should the introduction of the euro pass without a hitch, no particular difficulties are to be expected for Switzerland. The National Bank and the European Central Bank will pursue similar policies. There is considerable agreement both as regards the goals and the operational framework of monetary policy. This will be conducive to exchange rate stability.

As early as a year ago, the National Bank pointed out that the development of the monetary base is becoming more and more difficult to interpret. While the circulation of one-thousand-franc banknotes, which had risen considerably in the previous years, seems to have returned to normal the development of

Monetary base



sight deposits exceeded the National Bank's forecasts. In the wake of international financial problems several banks increased their liquid funds. The already mentioned additional supplies of liquidity also contributed to the growth of sight deposits.

The problems of interpretation referred to induced the National Bank to pay closer attention to the course of the broader money stock M_3 . After having risen markedly in 1996 and at the beginning of 1997, its growth has since levelled off considerably. The moderate development does not point to inflationary risks. In the implementation of the monetary policy intentions for 1999 no marked change in money market rates is to be expected.

There are no indications of an immediate danger of inflation. Nevertheless, it is necessary to be on the alert. It is a well-known fact that monetary policy decisions only have an influence on developments with a time lag of approximately two years.

The National Bank will in future, too, watch a number of other indicators. Particular attention is paid to factors pointing to the cyclical development of economic activity and the exchange rate. In the present environment it is difficult to gauge the future economic development. Should it deviate considerably from present perceptions, the Governing Board would, of course, reassess the situation.

Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums für die Sitzung des Bankrats
vom 10. Dezember 1998

Der Bericht wurde am 19. November verabschiedet.
Später verfügbare Fakten wurden soweit als möglich
ebenfalls berücksichtigt. Vorquartalsvergleiche
basieren stets auf saisonbereinigten Daten.

1 Internationale Rahmenbedingungen

1.1 Konjunktur

Erschütterung der Weltwirtschaft durch internationale Finanzkrise

Im dritten Quartal 1998 erschütterten heftige Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten die Weltwirtschaft. Sie widerspiegelten zunächst die wachsende Unsicherheit über die weitere Entwicklung in Asien, Russland und Lateinamerika. Ende September liessen zudem die hohen Verluste eines amerikanischen Hedge Funds Zweifel an der Stabilität des internationalen Finanzsystems aufkommen. Die Unsicherheit auf den Finanzmärkten und die Rezessionsängste nahmen weltweit zu.

Trotz internationaler Finanzkrise und rezessiver Tendenzen in den Ländern ausserhalb der OECD entwickelte sich die Wirtschaft in den meisten westlichen Industrieländern dank der robusten Binnen- nachfrage weiterhin günstig. Die konjunkturellen Risiken erhöhten sich jedoch, und die Prognosen für das Jahr 1999 wurden nach unten korrigiert.

Konjunkturelle Abflachung in den USA und in Grossbritannien

Die amerikanische Wirtschaft wuchs im dritten Quartal unerwartet kräftig. Das reale Bruttoinlandprodukt übertraf den entsprechenden Vorjahresstand um 3,5%. Konjunkturstützend wirkten – neben dem stärkeren Lageraufbau – wiederum der private Konsum

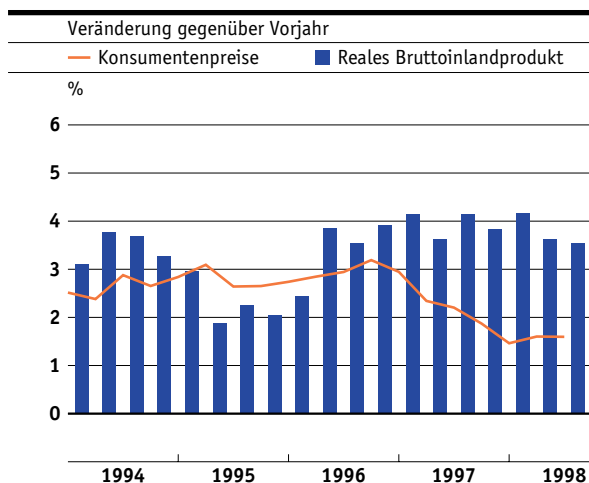
sowie der private Wohnungsbau. Die Ausrüstungs- investitionen verloren dagegen an Schwung, und die Exporte bildeten sich zurück. Besonders im Industrie- sektor liessen die Auftriebskräfte nach. Die Kapazi- tätsauslastung sank gegenüber dem zweiten Quartal, während die Produktion der verarbeitenden Industrie nur noch geringfügig wuchs. Im vierten Quartal deutete der Rückgang der vorlaufenden Indikatoren auf eine weitere Wachstumsverlangsamung hin.

In Grossbritannien, wo die Wirtschaft in den letzten Jahren wie in den USA deutlich stärker gewachsen war als in den kontinentaleuropäischen Ländern, flachte sich das Wachstum ebenfalls ab. Im dritten Quartal übertraf das reale Bruttoinland- produkt den entsprechenden Vorjahresstand um 2,3%, nachdem es ein Jahr zuvor noch um fast 4% gewachsen war. Die Produktion der verarbeitenden Industrie stagnierte, und im Dienstleistungssektor liess der Aufschwung deutlich nach.

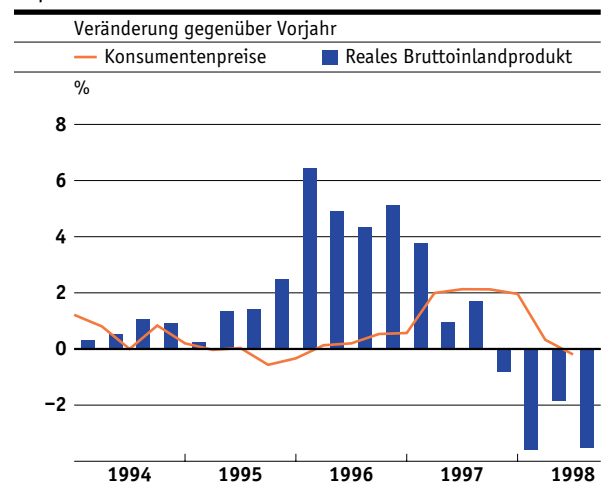
Abschwächung auf dem europäischen Kontinent

In Deutschland und Frankreich setzte sich die konjunkturelle Erholung im dritten Quartal fort. Besonders der private Konsum belebte sich. Dazu trug die seit Ende 1997 leicht rückläufige Arbeits- losigkeit bei. Nachdem sich die Stimmung bei den Unternehmern in beiden Ländern im Sommer ver- düstert hatte, mehrten sich im vierten Quartal die Anzeichen einer Abschwächung der Konjunktur- erholung. Besonders die verarbeitende Industrie rechnet mit einer deutlichen Verlangsamung im kom- menden Jahr.

USA Grafik 1



Japan Grafik 2



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

Im Unterschied zu Deutschland und Frankreich vermochte die konjunkturelle Erholung in Italien nicht Tritt zu fassen. Das reale Bruttoinlandprodukt lag im dritten Quartal nur geringfügig höher als vor Jahresfrist.

Rezession in Japan

In Japan sank das reale Bruttoinlandprodukt auch im dritten Quartal, nachdem es bereits im ersten Halbjahr massiv geschrumpft war. Die Rezession widerspiegelte sich in allen Nachfragekomponenten. Sie ist Ausdruck der schwerwiegenden Strukturprobleme der japanischen Wirtschaft sowie der Krise in Ostasien. Gemäss den vorliegenden Indikatoren dürfte die japanische Wirtschaft – trotz erster Wirkungen eines umfangreichen Konjunkturstimulierungsprogramms – auch im vierten Quartal in der Rezession verharren. Die Arbeitslosenquote betrug im dritten Quartal 4,3% und war damit um knapp einen Prozentpunkt höher als vor einem Jahr.

Im Oktober verabschiedete das japanische Parlament ein Gesetz zur Sanierung des Bankensystems. Damit können Banken, die in wirtschaftliche Schwierigkeiten gerieten, mit öffentlichen Finanzmitteln saniert werden.

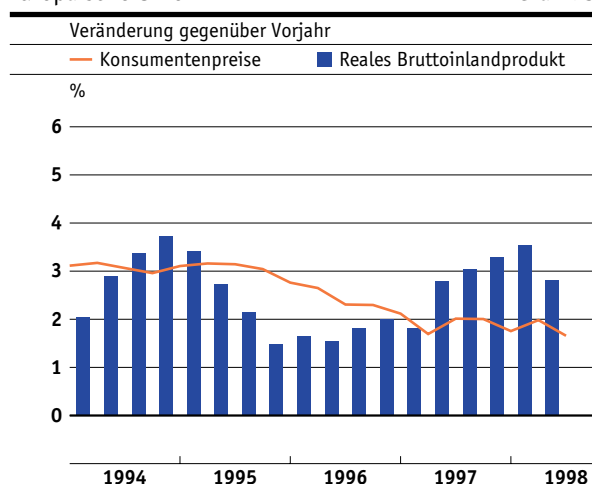
Anhaltende Krise in Ostasien

In Thailand, Südkorea und Indonesien – den Ländern, wo die Krise zuerst ausbrach und am stärksten ausfiel – schrumpfte die Wirtschaft im dritten Quartal weiter. Hongkong (China) und Malaysia, die von der Krise zunächst weniger stark betroffen waren, erlitten im zweiten Quartal einen Konjunkturunbruch. In China wuchs die Wirtschaft, gestützt durch staatliche Investitionen, weiterhin geringfügig.

Aufgrund der Krise gingen die Importe in Thailand, Südkorea und Indonesien in den ersten drei Quartalen des Jahres 1998 stark zurück, während sich das Exportvolumen wegen des massiven Wechselkurszerfalls beträchtlich erhöhte. Da gleichzeitig die Weltmarktpreise vieler Exportgüter sanken, blieben die Exporte wertmässig unverändert.

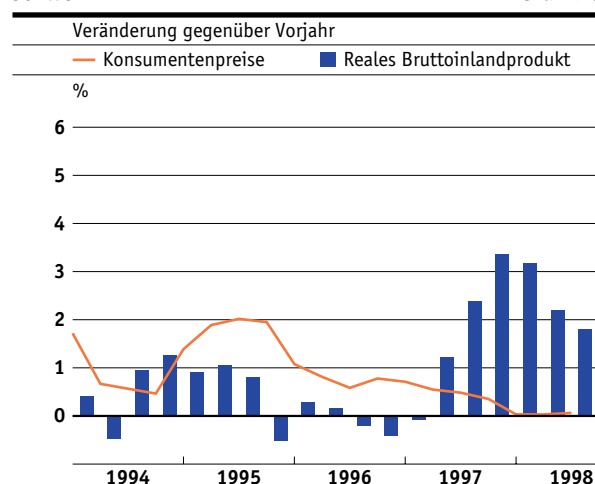
Die Währungsbehörden Südkoreas und Thailands konnten im dritten Quartal ihre Währungen gegenüber dem amerikanischen Dollar mit Hilfe einer restriktiven Geldpolitik stabil halten. In Indonesien gewann die Währung sogar an Wert. Die Stabilisierung der Wechselkurse ermöglichte in allen drei Ländern eine Senkung des Zinsniveaus. Aufgrund der Abschwächung des amerikanischen Dollars liess der Abwertungsdruck auf die Währungen Hongkongs und Chinas, die beide an den Dollar gebunden sind, nach.

Europäische Union Grafik 3



Quelle: BIZ

Schweiz Grafik 4



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

Trotz dieser Lichtblicke kann nicht damit gerechnet werden, dass sich die Wirtschaft in Thailand, Südkorea und Indonesien rasch erholen wird. Einer raschen Erholung stehen massive Strukturprobleme entgegen. Dazu gehört die Überschuldung der Privatwirtschaft.

Übergreifen der Krise auf Lateinamerika

Die Finanzkrise verstärkte die Risikoscheu der international tätigen Anleger. Diese zogen Kapital aus Ländern und Regionen, in denen Investitionen als besonders risikoreich eingestuft werden, zurück; dazu gehörte auch Lateinamerika. In der Folge stiegen die Zinsen in dieser Region kräftig.

In Brasilien war der Kapitalrückzug aufgrund des hohen Leistungsbilanzdefizites und der Verschlechterung der Staatsfinanzen besonders ausgeprägt. Die an den amerikanischen Dollar gebundene brasilianische Währung Real geriet unter starken Abwertungsdruck. Um eine Abwertung zu vermeiden, wurde internationale Finanzierungshilfe im Umfang von 41,5 Mrd. Dollar geleistet. Daran beteiligte sich der Internationale Währungsfonds (IWF), die Weltbank, die Interamerikanische Entwicklungsbank sowie die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ). Der Kredit der BIZ wird zum grossen Teil von der Zehnergruppe sowie acht weiteren Ländern garantiert. Der Beitrag der Schweiz beträgt 250 Mio. Dollar. Er wird von der Nationalbank im Rahmen des Bundesbeschlusses über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmaßnahmen geleistet und ist mit einer Bundesgarantie versehen. Ausserdem stellt die Schweiz dem IWF im Rahmen der Neuen Kreditvereinbarungen (NKV) Mittel im Umfang von maximal 880 Mio. Franken zur Verfügung. Im Gegenzug verpflichtete sich Brasilien gegenüber dem IWF, ein Stabilisierungsprogramm durchzuführen. Dazu gehören Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen sowie strukturelle Massnahmen.

1.2 Monetäre Entwicklung

Weiter rückläufige Teuerung

Der anhaltende Rückgang der Rohstoffpreise sowie die starke Aufwertung der Währungen der Industrieländer gegenüber denjenigen Ostasiens begünstigten einen weiteren Teuerungsrückgang im OECD-Raum. Im Durchschnitt der OECD-Länder (ohne Hochinflationländer) sank die an den Konsumentenpreisen gemessene Teuerung von Juni bis September von 1,9% auf 1,8%. Sie bildete sich in allen grossen

Industrieländern zurück, ausser in Italien, wo sie bei 1,8% verharrte. Von den grossen europäischen EU-Ländern wies Frankreich mit 0,5% die geringste, Grossbritannien mit 3,2% die höchste Teuerung auf. In den Vereinigten Staaten stiegen die Konsumentenpreise um 1,5%, und in Japan waren sie erneut leicht rückläufig (-0,2%).

Lockerung der Geldpolitik

Vor dem Hintergrund der internationalen Finanzkrise und der schwächeren Wachstumsaussichten für die amerikanische Wirtschaft senkte die amerikanische Zentralbank Ende September den Satz für Tagesgeld von 5,5% auf 5,25%. Mitte Oktober und Mitte November wurde er nochmals in zwei Schritten auf 4,75% reduziert. Beide Male wurde auch der Diskontsatz um je einen Viertelprozentpunkt auf 4,75% herabgesetzt.

Im Oktober und November senkte eine Reihe europäischer Zentralbanken die Zinssätze. Die britische Zentralbank reduzierte den Leitzins in zwei Schritten um insgesamt 0,75 Prozentpunkte auf 6,75%. Sie reagierte damit auf das schwächere Wirtschaftswachstum und den nachlassenden Teuerungsdruck. Auch die Zentralbanken Spaniens, Portugals, Irlands und Italiens verringerten die Leitzinsen. Der durchschnittliche Leitzins im künftigen Euro-Währungsgebiet sank damit von Anfang Oktober bis Mitte November um 0,5 Prozentpunkte auf 3,5%. Während im Falle von Italien auch konjunkturelle Gründe für eine Lockerung der Geldpolitik sprachen, erfolgten die Zinssenkungen in den anderen Ländern vor allem im Hinblick auf die Einführung des Euro Anfang 1999, die im Euro-Währungsgebiet zu einem einheitlichen Niveau der kurzfristigen Zinssätze führen wird. Der Unterschied zwischen dem höchsten (Italien) und dem tiefsten Leitzins (Deutschland) betrug Mitte November nur noch 0,7 Prozentpunkte.

Infolge der anhaltenden Rezession und der deflationären Tendenzen reduzierte die Bank von Japan Anfang September den Tagesgeldsatz um einen Viertelprozentpunkt auf 0,25%.

Weiter sinkende langfristige Zinssätze

In den Industrieländern setzte sich der Rückgang der langfristigen Kapitalmarktsätze, der im Herbst 1997 begonnen hatte, im dritten Quartal beschleunigt fort. Die starken Kurseinbrüche und massiven Kursschwankungen an den internationalen Aktienmärkten, die Mitte Juli eingesetzt hatten, veranlassten viele Anleger, ihr Vermögen in erstklassige festverzinsliche Staatstitel umzuschichten. Die Ren-

ditionen der Staatsanleihen westlicher Industrieländer sanken bis Ende September teilweise auf historische Tiefststände. In den Vereinigten Staaten lag der Satz für zehnjährige Staatspapiere im September bei durchschnittlich 4,8%, gegenüber 5,5% im Juni. In den grossen europäischen Industrieländern sank er ebenfalls um rund 0,7 Prozentpunkte und bewegte sich damit im September zwischen 4,2% (Deutschland und Frankreich) und 5,1% (Grossbritannien). In Japan bildete er sich von 1,5% auf 1,1% zurück.

Beruhigung der internationalen Finanzmärkte im vierten Quartal

Im Laufe des vierten Quartals beruhigte sich die Lage an den internationalen Finanzmärkten. An den wichtigen Börsenplätzen erholten sich die Aktienkurse; sie lagen Ende November nur noch wenig unter ihren Höchstständen vom Juli. Gleichzeitig kam der Rückgang der Kapitalmarktzinsen in den Industrieländern zum Stillstand.

1.3 Konjunkturaussichten

Trotz der Verunsicherung der Wirtschaft durch die Turbulenzen an den Finanzmärkten und der Krise in Ostasien rechnet die OECD mit einer nur leichten Verlangsamung des Konjunkturaufschwungs. Sie prognostiziert für das Jahr 1999 eine reale Zunahme des gesamten Bruttoinlandproduktes der OECD-Länder von 1,8%, verglichen mit einem geschätzten Wachstum von 2,2% für 1998. Während die OECD für die meisten EU-Länder nur eine geringe konjunkturelle Abflachung prognostiziert, dürfte sich das Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten und in Grossbritannien deutlich abschwächen. Die japanische Wirtschaft wird die Rezession im Jahre 1999 überwinden, die Erholung dürfte jedoch bescheiden ausfallen.

Die Teuerung bleibt gemäss der Prognose der OECD insgesamt tief; die Arbeitslosigkeit dürfte leicht steigen. Einer Zunahme in den USA und in Japan steht dabei ein geringfügiger Rückgang in der EU gegenüber.

Prognosen der OECD

Tabelle 1

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

1 Reales Bruttoinlandprodukt, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

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

3 in Prozent der Erwerbsbevölkerung

Quelle: OECD Economic Outlook, Oktober 1998

2 Monetäre Entwicklung

2.1 Geldaggregate

Beschleunigtes Wachstum der Notenbankgeldmenge im dritten Quartal und im Oktober

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge stieg im dritten Quartal 1998 auf ein Jahr hochgerechnet um 5,1% gegenüber der Vorperiode und lag damit um 2,8% über dem Stand vor Jahresfrist. Diese Wachstumsbeschleunigung ist weitgehend auf den kräftigen Anstieg der Giro Guthaben zurückzuführen. Als im Juli auf dem Geldmarkt Anspannungstendenzen auftraten, versorgte die Nationalbank die Banken mit zusätzlicher Liquidität. Im September wirkte sie mit einer grosszügigeren Liquiditätsversorgung der Höherbewertung des Frankens an den Devisenmärkten entgegen. In der Folge übertraf die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge den für das dritte Quartal prognostizierten Wert um 342 Mio. Franken bzw. 1,0%.

Die Giro Guthaben der Banken lagen im Durchschnitt des dritten Quartals um 4,6% über dem Vorjahresstand, wobei sich zwischen den einzelnen Monaten starke Unterschiede ergaben. Im Vorjahresvergleich betrug der Zuwachs 4,2% im Juli, 1,6% im August und 7,8% im September. Die zweite Komponente der Notenbankgeldmenge, der Notenumlauf, stieg im dritten Quartal um 2,6% gegenüber dem Vorjahresquartal. Besonders stark nahm die Nachfrage nach kleinen Notenabschnitten und nach Tausendernoten zu. Während das stärkere Wachstum bei den kleinen Notenabschnitten teilweise auf die Erholung

des privaten Konsums zurückzuführen sein dürfte, sind die Gründe für die starke Nachfrage nach Tausendernoten unklar. Bereits in den Jahren 1996 und 1997 hatte die Nachfrage nach Tausendernoten sehr stark zugenommen.

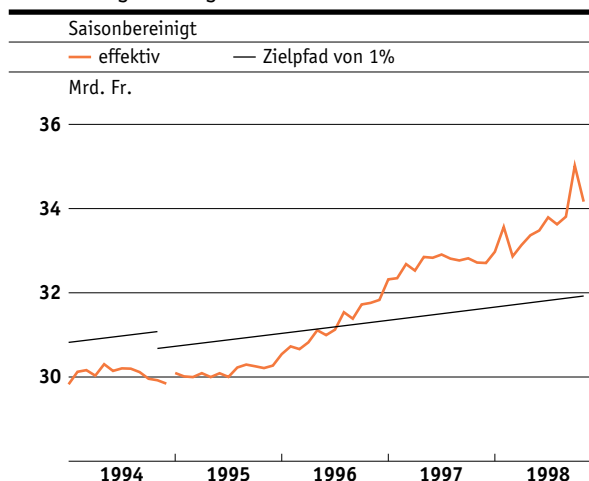
Im Oktober stellte die Nationalbank dem Geldmarkt erneut zusätzliche Liquidität zur Verfügung. Sie trat damit der Höherbewertung des Frankens an den Devisenmärkten entgegen und trug der gestiegenen Giro nachfrage der Banken, die durch die Unsicherheit an den Aktienmärkten ausgelöst wurde, Rechnung. Die Giro Guthaben nahmen saisonbereinigt stark zu und lagen um 31,1% über dem Stand vom Oktober 1997. Durch die Ausgabe der neuen Hunderternote wuchs auch der Notenumlauf beschleunigt und übertraf sein Vorjahresniveau um 3,0%. Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge stieg damit innert Jahresfrist um 6,7%.

Das stärkere Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge führte dazu, dass sich der Abstand zum Zielpfad von 4,9% im zweiten Quartal auf 6,0% im dritten Quartal und 9,8% im Oktober erhöhte. Seit Ende 1995 hat sich die Nachfrage der Banken und des Publikums nach Notenbankgeld allerdings so verschoben, dass der Abstand zum Zielpfad den Expansionsgrad der Geldpolitik überzeichnet. In den letzten Monaten hat sich diese Entwicklung aufgrund der hohen Unsicherheit an den Finanzmärkten noch akzentuiert.

Normalisierung im November

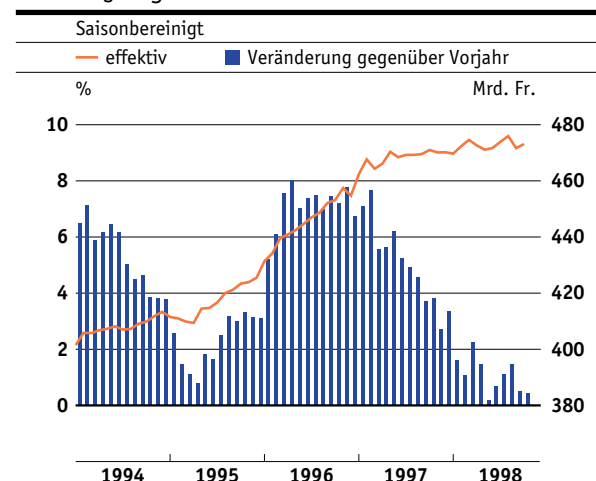
Im November bildete sich die Notenbankgeldmenge wieder deutlich zurück und der Abstand zum Zielpfad verringerte sich auf 7,0%.

Notenbankgeldmenge Grafik 5



Ab Januar 1998 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.

Geldmenge M₃ Grafik 6



Quelle: SNB

Notenbankgeldmenge und ihre Komponenten

Tabelle 2

	1996	1997	1997		1998							
			3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	Juli	Aug.	Sept.	Okt.	Nov.
Notenumlauf ¹	28,2	29,0	28,5	29,3	29,4	29,4	29,3	29,5	29,2	29,2	29,6	29,4
Veränderung ²	2,4	2,8	2,3	1,7	0,2	1,9	2,6	2,6	2,7	2,5	3,0	2,7
Giroguthaben ¹	2,9	3,7	3,8	3,8	3,9	3,8	4,0	4,0	3,9	4,1	4,7	4,4
Veränderung ²	14,1	26,5	26,9	15,6	12,4	2,1	4,6	4,2	1,6	7,8	31,1	13,7
NBGM ^{1,3}	31,2	32,7	32,4	33,1	33,3	33,2	33,3	33,5	33,1	33,3	34,3	33,8
SBNBGM ^{1,4}	31,2	32,7	32,8	32,7	33,1	33,3	33,7	33,8	33,6	33,8	35,0	34,2
Veränderung ²	3,5	4,8	4,7	3,1	2,1	1,8	2,8	2,7	2,5	3,2	6,7	4,4
Veränderung ⁵	5,0	3,1	4,5	3,1	4,8	3,6	4,1	4,8	3,6	3,9	7,6	4,3

Breit definierte Geldaggregate und ihre Komponenten⁶

Tabelle 3

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

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

Für das erste Quartal 1999 rechnet die Nationalbank mit einem durchschnittlichen Stand der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge von 33,9 Mrd. Franken.

Anstieg der breiteren Geldaggregate

Das Wachstum der breiten Geldaggregate zog im dritten Quartal leicht an. Die Geldmenge M_3 , die im Vorquartal praktisch stagniert hatte, erhöhte sich saisonbereinigt und auf ein Jahr hochgerechnet um 1,7%. Im Vorjahresvergleich wuchs sie um 0,9%.

Der Rückgang der Geldmarktzinsen löste Umschichtungen von Termineinlagen in liquidere Anlageformen aus. Damit wies die Geldmenge M_2 , die im Unterschied zu M_3 keine Termineinlagen umfasst, mit 2,1% (annualisiert) ein etwas höheres Quartalswachstum auf als die Geldmenge M_3 . Gegenüber dem Stand vor Jahresfrist stieg die Geldmenge M_2 um 1,7%.

Unter den liquideren Anlageformen wuchsen im dritten Quartal vor allem die Sichteinlagen des Publikums bei Banken und Post. Obwohl die Sparzinsen der Banken – im Unterschied zu den fallenden Geldmarktzinsen – weitgehend unverändert blieben, nahmen die Spareinlagen leicht ab. Infolgedessen wies M_1 das stärkste Wachstum aller breiten Geldaggregate auf. Die Geldmenge M_1 stieg im dritten Quartal um 6,0% gegenüber dem Vorquartal (annualisiert) und um 5,7% gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal.

2.2 Kredite und Kapitalmarkt

Anhaltend schwaches Kreditwachstum im Inland

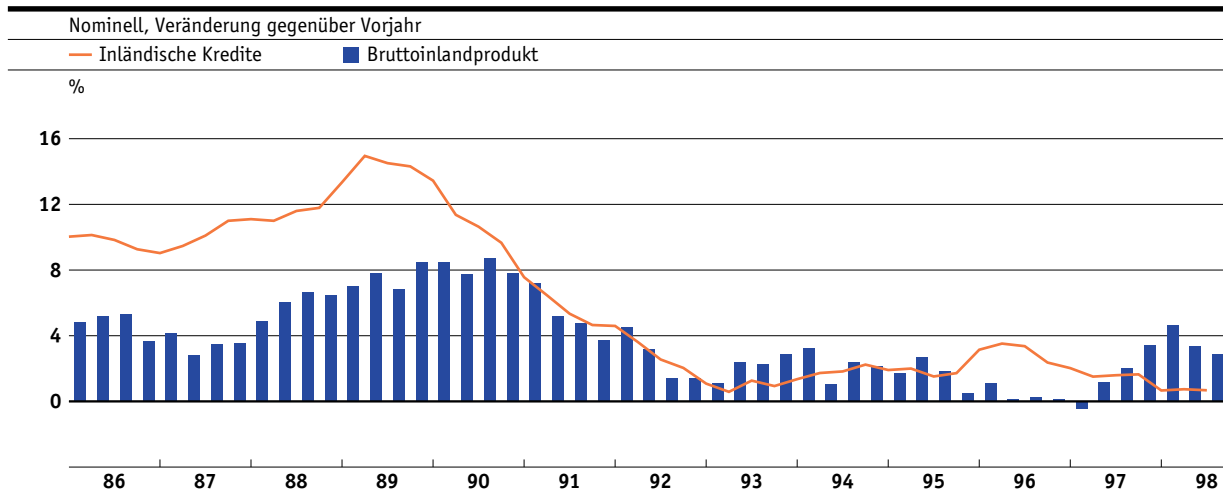
Die Kreditentwicklung zeigt nach wie vor ein geteiltes Bild. Während die inländischen Kredite per Ende September im Vorjahresvergleich erneut nur schwach zunahmen (0,7%), wuchsen die Auslandskredite kräftig (64,6%). Das hohe Wachstum der Auslandskredite ist allerdings zu einem grossen Teil auf Buchungsänderungen zurückzuführen (siehe Quartalsbericht 3/98). Ein kleinerer Teil geht auf eine Zunahme der Wertschriftenleih- und Repo-Geschäfte zurück, die von ausländischen Kunden meistens in Fremdwährungen getätigt werden.

Trotz der leichten Erholung im Bausektor bildet sich der Bestand an Baukrediten weiter zurück. Zwischen Ende September 1997 und Ende September 1998 sanken die eingeräumten Limiten der Baukredite um 13,7% und die Beanspruchung um 18,4%. Mit einer Jahreszuwachsrate von 2,6% wiesen die Hypotheken unter allen inländischen Krediten weiterhin das grösste Wachstum auf.

Ähnlich wie das nominelle BIP-Wachstum verharrt das Wachstum der Kredite seit 1992/93 auf sehr niedrigem Niveau. Die Neukreditvergabe wurde auch in diesen Jahren durch die gesunkenen Immobilienpreise und die Neueinschätzung der Risiken tief gehalten. Allerdings dürfte die Neukreditvergabe aufgrund der Kreditbestände tendenziell unterschätzt werden, da die Banken in den neunziger Jahren rund 50 Mrd. Franken ihrer Kredite abschrieben.

Inländische Kreditfähigkeit und Bruttoinlandprodukt

Grafik 7



Quelle: SNB

	1996	1997	1997		1998		
			3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
Anleihen und Aktien, total							
Emissionswert ¹	60,8	61,7	17,1	13,7	22,3	20,8	19,5
Konversion/Rückzahlung	42,0	32,9	8,2	8,3	9,0	6,7	9,5
Nettobeanspruchung	18,9	28,8	8,9	5,4	13,3	14,1	10,0
Schweizerische Obligationenanleihen							
Emissionswert ¹	23,3	24,3	5,9	6,0	11,5	7,5	6,2
Konversion/Rückzahlung	22,7	17,6	3,5	3,8	4,4	3,3	4,8
Nettobeanspruchung	0,6	6,8	2,3	2,2	7,1	4,2	1,4
Schweizer Aktien							
Emissionswert ¹	1,5	2,9	1,1	0,6	0,1	1,8	0,7
Rückzahlung	1,6	3,0	2,0	0,5	0,5	0,8	0,6
Nettobeanspruchung	-0,1	-0,1	-0,9	0,1	-0,4	1,0	0,1
Ausländische Obligationenanleihen²							
Emissionswert ¹	36,0	34,5	10,1	7,1	10,7	11,5	12,6
Rückzahlung	17,6	12,4	2,6	4,0	4,1	2,6	4,1
Nettobeanspruchung ³	18,4	22,1	7,5	3,1	6,6	8,9	8,5

1 nach Liberierungsdatum

2 ohne Fremdwährungs-
anleihen

3 ohne Konversion

Lebhafte Emissionstätigkeit

Die Emissionstätigkeit am schweizerischen Kapitalmarkt blieb im dritten Quartal lebhaft. Mit 19,5 Mrd. Franken begaben in- und ausländische Emittenten deutlich mehr neue Wertpapiere als vor Jahresfrist (17,1 Mrd. Franken). Das Volumen der neuen Emissionen war jedoch kleiner als in den beiden vorangegangenen Quartalen. Vor allem im September liessen die Neubegebungen angesichts der Unsicherheit über die Auswirkungen der russischen Finanzkrise und der Turbulenzen an den Aktienbörsen spürbar nach.

Die Nettobeanspruchung des schweizerischen Kapitalmarktes durch Anleihen- und Aktienemissionen (Emissionen abzüglich Rückzahlungen) belief sich im dritten Quartal auf 10 Mrd. Franken, gegenüber 8,9 Mrd. vor Jahresfrist. Die Nettokapitalaufnahme ausländischer Schuldner durch Obligationenanleihen stieg von 7,5 Mrd. Franken auf 8,5 Mrd. Franken, während die inländischen Schuldner – infolge des hohen Volumens der Rückzahlungen – am Obligationenmarkt netto weniger Geld aufnahmen (1,4 Mrd. Franken gegenüber 2,3 Mrd. Franken). Im Auslandbereich gingen die eigenkapitalbezogenen Anleihen im Vergleich zum Vorjahr stark zurück. Im Gegensatz dazu wurden neben gewöhnlichen Anleihen (Straights) mit kurzen Laufzeiten Anleihen mit variablem Zinssatz sowie synthetische Obligationen bevorzugt. Im Inlandbereich wurden ausschliesslich Straights-Anleihen plazierte.

Die Nettobeanspruchung des Kapitalmarktes durch Aktienemissionen war bei sinkenden Begebungen und Rückzahlungen mässig (0,1 Mrd. Franken). Vor Jahresfrist hatten die Rückzahlungen die Emissionen allerdings noch übertroffen.

2.3 Zinsen

Sinkende Geldmarktsätze ...

Die Geldmarktsätze, die im zweiten Quartal deutlich gestiegen waren, bildeten sich ab Mitte des Jahres wieder zurück. Infolge der grosszügigeren Liquiditätsversorgung durch die Nationalbank sank der Tagesgeldsatz von 1,9% im Juni auf 0,8% im Oktober. Die Verzinsung der ein- bis zwölfmonatigen Anlagen am Eurofrankenmarkt bildete sich ungefähr im gleichen Ausmass zurück. Auf Depots mit dreimonatiger Laufzeit ging der Satz zwischen Juli und Oktober von 2,0% auf 1,2% zurück. Mit durchschnittlich 1,7% lag der Satz im dritten Quartal immer noch leicht höher als in der Vorperiode. Die Emissions-

rendite eidgenössischer Geldmarktbuchforderungen mit derselben Laufzeit betrug knapp 1,6%, nach 1,5% im zweiten Quartal.

Da sich die kurzfristigen Zinssätze im Ausland weniger stark zurückbildeten, stiegen die Zinsdifferenzen zu den tieferen Frankensätzen wieder deutlich an. Auf dreimonatigen Depots am Euromarkt vergrösserte sich der Abstand zu den entsprechenden D-Mark-Sätzen von 1,4 Prozentpunkten im Juli auf 2,3 Punkte im Oktober. Die entsprechende Differenz zwischen dem Dollar- und Frankensatz nahm ebenfalls zu. Infolge der Zinssenkungen der amerikanischen Notenbank im September und Oktober stieg der Abstand jedoch nur um 0,4 Prozentpunkte auf 4,0 Prozentpunkte.

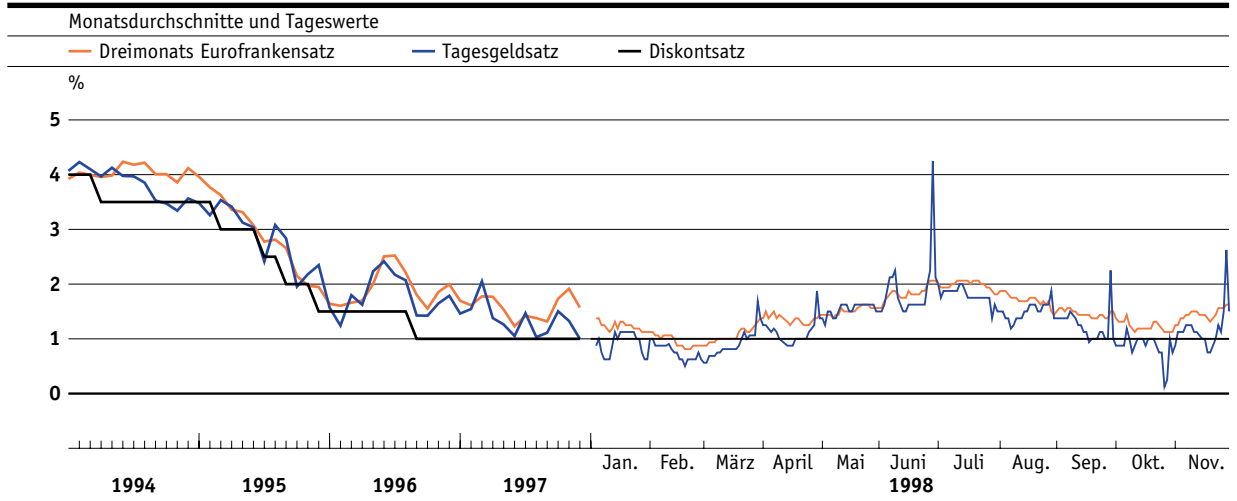
... und rückläufige Obligationenrenditen

Bei rückläufigen Geldmarktsätzen sanken auch die Renditen am schweizerischen Kapitalmarkt seit Jahresmitte tendenziell. Die ausgeprägte Risikoscheu der Kapitalanleger führte zu einem überdurchschnittlich starken Rückgang der Renditen für erstklassige Schuldnerpapiere. Von Juli bis Oktober sank die Durchschnittsrendite der eidgenössischen Obligationen um 0,6 Prozentpunkte auf rund 2,5%. Da die Emissionsrenditen der dreimonatigen Geldmarktbuchforderungen der Eidgenossenschaft noch etwas stärker zurückgingen, wurde die Zinskurve um 0,3 Prozentpunkte steiler.

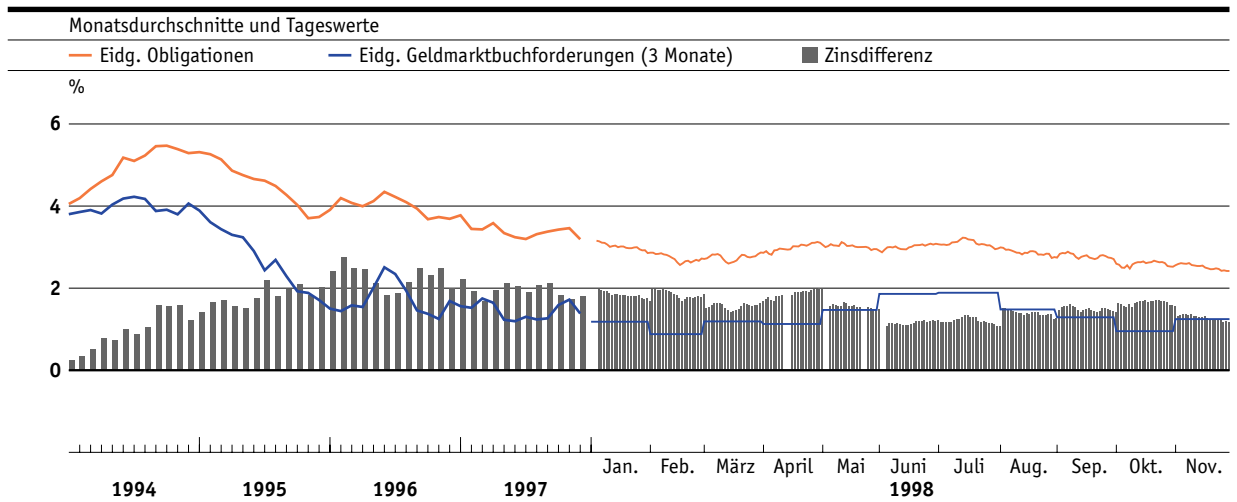
Im Gegensatz zu den Kapitalmarktzinsen verharren die Zinssätze der Kantonalbanken für alte und neue erste Hypotheken unverändert bei gut 4%. Auch die Vergütung auf gewöhnlichen Spareinlagen wurde nicht weiter ermässigt; sie betrug weiterhin knapp 1,4%. Die durchschnittliche Verzinsung neuer Kassenobligationen der Kantonalbanken mit Laufzeiten zwischen zwei und acht Jahren, die bis Anfang August noch auf 2,9% angestiegen war, fiel bis Ende Oktober wieder auf das durchschnittliche Niveau des zweiten Quartals von 2,6%.

Sinkende Aktienkurse im dritten Quartal – teilweise Erholung bis Ende November

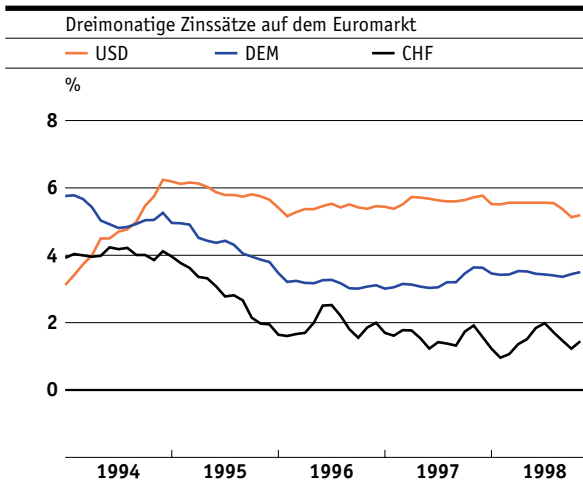
Die internationale Finanzkrise hinterliess auch auf dem schweizerischen Aktienmarkt deutliche Spuren. Der Swiss Performance Gesamtindex sank vom Höchststand Ende Juli bis Anfang Oktober um 37%. Anschliessend erholte er sich wieder und lag Ende November noch um 13% unter dem Stand von



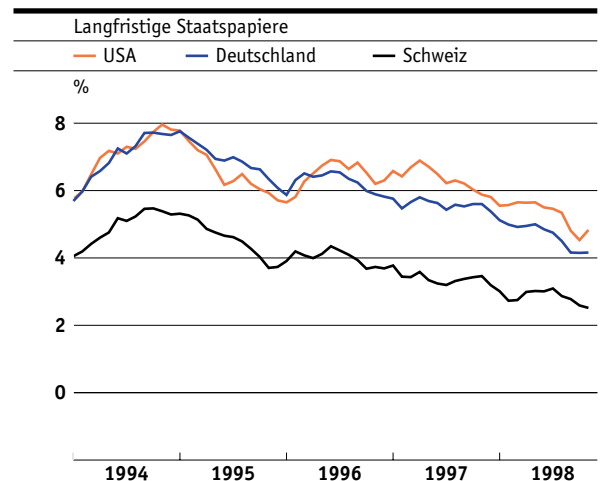
Obligationenrendite und Zinsstruktur



Zinssätze im Ausland



Zinssätze im Ausland



Grafiken 8 und 10: Quelle: SNB

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

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

Ende Juli. Bei den Bankaktien war der Kursrückgang noch ausgeprägter. Nachdem die Kurse um 44% gesunken waren, stiegen sie bis Ende November wieder leicht und unterschritten den vorangegangenen Höchststand noch um 33%.

2.4 Wechselkurse

Dollar massiv schwächer

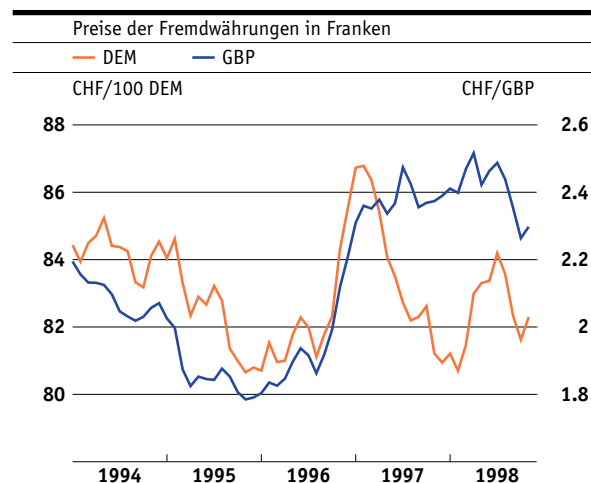
Infolge der ausgeprägten Kurskorrekturen auf den Aktienmärkten und der schlechteren Wachstumsaussichten für die amerikanische Wirtschaft geriet der amerikanische Dollar im dritten Quartal massiv unter Druck und verlor sowohl gegenüber dem japanischen Yen als auch gegenüber den meisten übrigen Währungen stark an Wert. Umfangreiche Verkäufe von Dollar gegen Yen durch japanische Finanzinstitute und amerikanische Fonds führten in der ersten Oktoberhälfte zu einem weiteren massiven Kursrückgang des Dollars gegenüber dem Yen. Ende Oktober wurde er mit einem Kurs von 116 Yen pro Dollar um 18% tiefer als im Juli gehandelt. Im Vergleich zu den europäischen Währungen büsste der Dollar ebenfalls stark an Wert ein. Einzig gegenüber dem britischen Pfund fiel die Tieferbewertung weniger deutlich aus.

Höherbewertung des Frankens

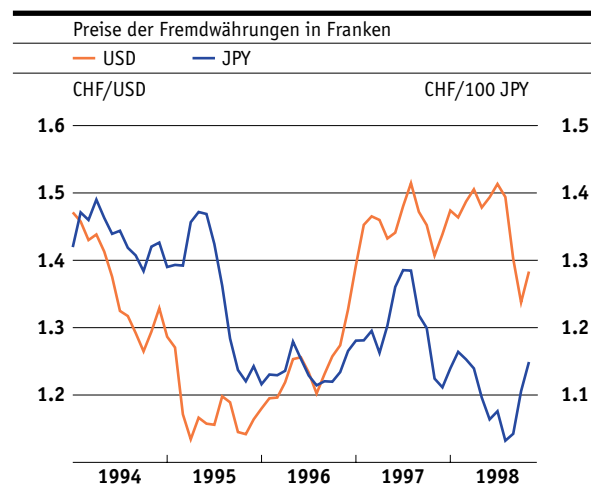
Die Abschwächung des Dollars führte zu einer markanten Höherbewertung des Frankens gegenüber den meisten europäischen Währungen. Gegenüber dem Dollar wurde der Franken Ende Oktober mit 1,35 Franken um 11,5% höher als im Juli gehandelt. Gegenüber der D-Mark, dem französischen Franc und der italienischen Lira legte er ebenfalls an Wert zu. Ende Oktober lag er mit einem Kurs von 81,4 Franken pro 100 D-Mark um 3,2% höher als im Juli. Im Vergleich zum japanischen Yen bildete sich der Wechselkurs des Frankens dagegen um 5,2% zurück.

Der reale exportgewichtete Aussenwert des Frankens erhöhte sich von Juli bis Oktober um 5,1% und übertraf im Oktober seinen Vorjahresstand um 2,3%. Gegenüber der D-Mark erhöhte sich der reale Wechselkurs um 3,5% und lag damit um 0,2% über seinem Vorjahresniveau. Im Vergleich zum amerikanischen Dollar bzw. zum britischen Pfund gewann der Franken von Juli bis Oktober real um 13,2% bzw. 9,4% an Wert.

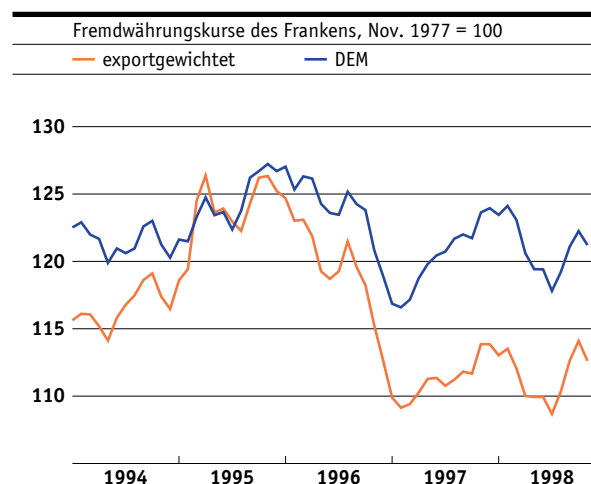
Devisenkurse Grafik 12



Devisenkurse Grafik 13



Reale Wechselkursindizes Grafik 14



Grafiken 12, 13 und 14:
Quelle: SNB

3 Gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Produktion

3.1 Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion

Fortsetzung des moderaten Wirtschaftswachstums

Die Erholung der schweizerischen Wirtschaft setzte sich im dritten Quartal 1998 in mässigem Tempo fort. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm gegenüber der Vorperiode um 1,6% zu (auf das Jahr hochgerechnet) und übertraf damit den entsprechenden Vorjahresstand um 1,8%

Der private Konsum und die Anlageinvestitionen gewannen etwas an Schwung, während die Exporte etwa im gleichen Rhythmus wuchsen wie in der Vorperiode. Da aber gleichzeitig der Lageraufbau annähernd zum Stillstand kam, wuchs die Gesamtnachfrage dennoch stark verlangsamt. Sie lag noch um 2,9% über dem Vorjahresniveau, so dass sich ihr Wachstumsbeitrag von 5,7 auf 4,1 verringerte (vgl. Tabelle 5). Die Exporte und die Inlandnachfrage trugen dazu je ungefähr die Hälfte bei, nachdem letztere im ersten Halbjahr noch dominiert hatte. Infolge der schwächer wachsenden Gesamtnachfrage verloren auch die Importe an Dynamik. Sie wuchsen aber immer noch etwas stärker als die Exporte. Damit fiel der Beitrag des Aussenhandels zum Wachstum des Bruttoinlandprodukts erneut negativ aus.

Schwächere Industriekonjunktur

Während die Gesamtwirtschaft im dritten Quartal ungefähr gleich stark wuchs wie im ersten Halbjahr, verlor die Industriekonjunktur infolge der schwächeren Auslandnachfrage deutlich an Schwung. Der von der KOF/ETH erhobene Indikator «Geschäftsgang in der Industrie» bildete sich weiter zurück. In den drei Monaten bis September stagnierten die Bestellungen, so dass eine wachsende Mehrheit der Unternehmen den Auftragsbestand als ungenügend beurteilte. Die Industrieproduktion wuchs stark verlangsamt. Dennoch erhöhten sich die Lagerbestände, die zunehmend als zu hoch eingestuft wurden.

Von der konjunkturellen Abkühlung waren vor allem die exportorientierten Unternehmen betroffen. Im August und September meldeten sie einen Rückgang der Bestellungen aus dem Ausland. Dies gilt besonders für die Chemie und die Uhrenindustrie. Bei den vorwiegend für das Inland produzierenden Unter-

nehmen stabilisierte sich der Geschäftsgang auf dem zu Beginn des Jahres erreichten – von den Unternehmern als zufriedenstellend erachteten – Stand.

Leicht sinkende Kapazitätsauslastung

Die technischen Kapazitäten der Industrie wurden im dritten Quartal nicht mehr so stark ausgeweitet wie im zweiten Quartal. Da die Industrieproduktion noch stärker an Dynamik verlor, sank die Kapazitätsauslastung von 86,1% auf 85,5%.

Aussichten für die nächsten drei Monate

Die Abnahme der Bestellungen, aber auch die Höherbewertung des Frankens und die im dritten Quartal gestiegenen konjunkturellen Risiken dämpften den bis zur Jahresmitte noch spürbaren Optimismus der Exportindustrie merklich. Im September rechnete erstmals eine Mehrheit der Unternehmen mit sinkenden Aufträgen für die nächsten drei Monate. Bei den binnenorientierten Branchen schätzten insbesondere die baunahen Branchen die Aussichten wieder pessimistischer ein. Die übrigen Branchen rechnen demgegenüber mit einer weiter leicht anziehenden Nachfrage.

BIP-Prognosen für 1999

Im Jahre 1999 dürfte sich die Erholung der schweizerischen Wirtschaft verlangsamt fortsetzen. Die meisten Konjunkturforschungsstellen rechnen mit einem Anstieg des realen Bruttoinlandprodukts zwischen 1,4% und 2,0%. Die Nationalbank erwartet ein reales Wirtschaftswachstum von 1,5%. Während die Exporte von Gütern und Dienstleistungen langsamer steigen dürften als 1998, wird mit einer weiteren robusten Zunahme der Konsum- und Investitionsnachfrage gerechnet.

Bruttoinlandprodukt und seine Komponenten

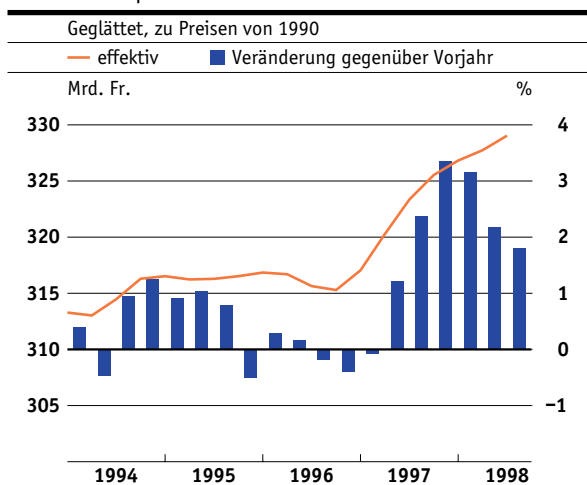
Tabelle 5

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

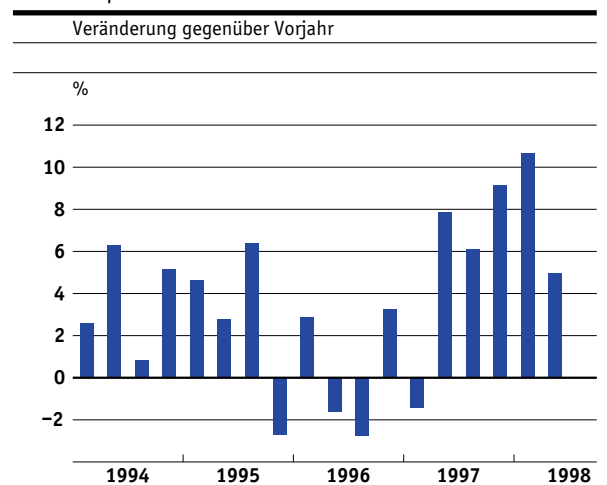
	1996	1997	1997		1998		
			3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
Privater Konsum	0,3	0,7	0,7	1,3	1,0	0,9	1,2
Konsum Staat und Sozialversicherungen	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Anlageinvestitionen	-0,7	0,4	0,4	1,2	1,3	0,8	0,6
Bau	-0,9	-0,2	-0,2	0,1	0,2	0,1	0,2
Ausrüstungen	0,2	0,6	0,7	1,1	1,1	0,7	0,4
Inländische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

Quelle: BFS, BWA

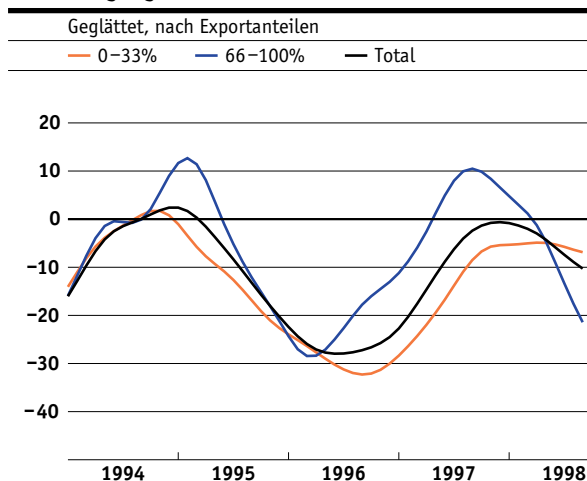
Bruttoinlandprodukt Grafik 15



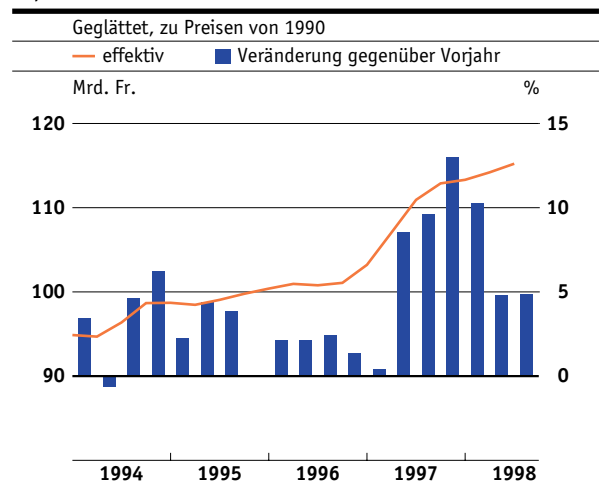
Industrieproduktion Grafik 17



Geschäftsgang in der Industrie Grafik 16



Exporte Grafik 18



Grafiken 15 und 18: Quartalschätzung annualisiert. Quelle: BWA

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

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

3.2 Aussenhandel und Ertragsbilanz

Weitere Abflachung des Exportwachstums

Die realen Güterexporte lagen im dritten Quartal arbeitstagbereinigt noch um 3,3% über dem entsprechenden Vorjahresstand (2. Quartal: 8%).¹

Die nachlassende Exportkonjunktur war bei den Ausfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten besonders stark spürbar. Nachdem diese im ersten Halbjahr den Vorjahreswert noch um durchschnittlich 9% übertroffen hatten, bildeten sie sich im dritten Quartal um 1,6% zurück. Die Exporte von Ausrüstungsgütern übertrafen den Vorjahresstand noch um 4,6%, nach einem Wachstum von 10% im ersten Halbjahr. Besonders stark sanken die Lieferungen von Textilmaschinen und von Präzisionsinstrumenten. Die Exporte von Konsumgütern stiegen dagegen mit 6% etwas stärker als in den beiden ersten Quartalen. Erneut vermochten die kräftig steigenden Pharmausfuhren den Rückgang der Uhrenexporte (-7%) wettzumachen.

Robuste Nachfrage aus der EU...

Nach Regionen gegliedert, entwickelten sich die Exporte auch im dritten Quartal unterschiedlich. Die Ausfuhren in die EU nahmen weiter deutlich zu (7,6%), wobei diejenigen nach Frankreich, Italien, die Niederlande, Skandinavien und Spanien überdurchschnittlich stark wuchsen. Die Exporte nach Deutschland stiegen dagegen mit 5,3% weiterhin etwas schwächer als jene in die EU. Infolge der sich

abflachenden britischen Industriekonjunktur expandierten die Exporte nach Grossbritannien mit 4,2% deutlich langsamer als im ersten Halbjahr (12,8%).

... schwächere Nachfrage aus den übrigen Regionen

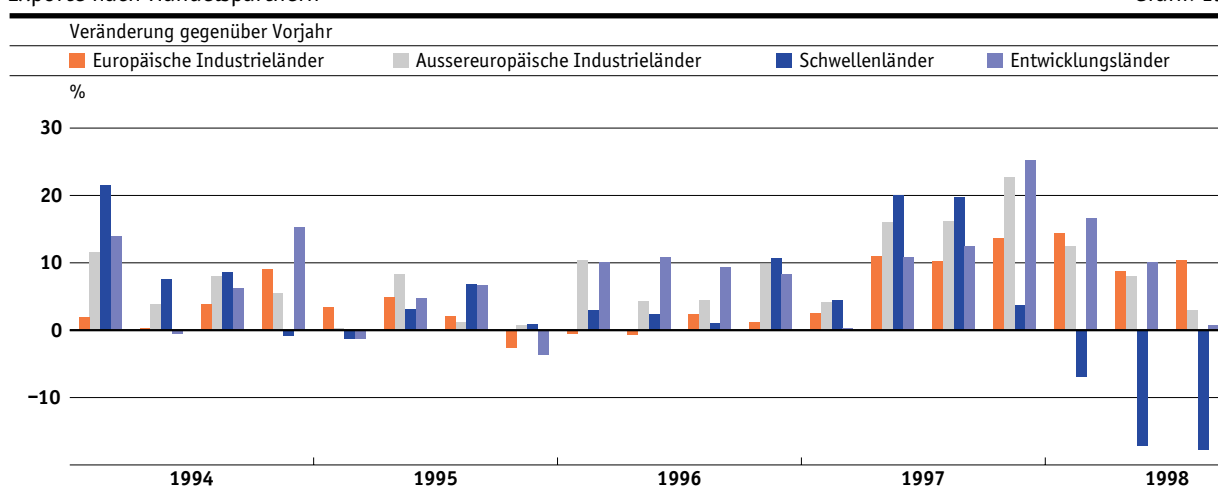
Die Lieferungen in Gebiete ausserhalb der EU, auf die rund 40% der gesamten Exporte entfallen, verloren stark an Dynamik. Die Ausfuhren in die USA lagen noch um 4,7% über dem Stand vor Jahresfrist, gegenüber 10,6% im ersten Halbjahr. Die Exporte nach dem rezessionsgeplagten Japan lagen um 6,8% unter dem entsprechenden Vorjahresstand, während diejenigen in die ostasiatischen Schwellenländer um 30% sanken. Infolge der Krise in Russland schrumpften auch die Lieferungen in die osteuropäischen Transitionsländer massiv. Sie lagen um 1,3% unter dem entsprechenden Vorjahresstand, nachdem sie im ersten Halbjahr noch um 14% gestiegen waren. Die anhaltend rückläufigen Erdölpreise sowie die massiven Verluste auf den internationalen Finanzanlagen liessen auch die Nachfrage aus den OPEC-Staaten schrumpfen (-23%). Dagegen nahmen die Exporte in die lateinamerikanischen Länder weiter – wenn auch verlangsamt – zu.

Schwächer wachsende Importe

Die Importe von Gütern wuchsen im dritten Quartal deutlich schwächer als im ersten Halbjahr. Arbeitstagbereinigt lagen sie um 4,6% über dem Vorjahresstand, nach einem Zuwachs von 8,6% in der

Exporte nach Handelspartnern

Grafik 19



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

1 Das dritte Quartal wies einen Arbeitstag mehr auf als das dritte Quartal 1997, so dass die arbeitstagbereinigten Zuwachsraten des Aussenhandels um etwa 1,5 Prozentpunkte tiefer liegen als die offiziell ausgewiesenen unberei-

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

Reale Ausfuhren nach Verwendungszweck¹
Veränderungen gegenüber Vorjahr in Prozent²

Tabelle 6

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

Reale Einfuhren nach Verwendungszweck¹
Veränderungen gegenüber Vorjahr in Prozent²

Tabelle 7

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

Ertragsbilanz Salden in Mrd. Franken

Tabelle 8

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

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

2 nicht arbeitstagbereinigt
3 revidiert

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

ersten Jahreshälfte. Diese Entwicklung widerspiegelt in erster Linie die Abkühlung der Industriekonjunktur.

Im dritten Quartal wuchsen die Einfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten um 3,7% gegenüber dem Vorjahr (1. Halbjahr: 8,5%). Die Importe von Konsumgütern nahmen noch um 6,1% zu, gegenüber einem Anstieg von fast 10% im ersten Halbjahr. Dabei wurden allerdings deutlich mehr Personewagen und andere dauerhafte Güter eingeführt. Die Importe von Ausrüstungsgütern wuchsen mit 4,6% ebenfalls schwächer als im ersten Halbjahr (12%). Die Abschwächung wird allerdings durch die im Juli 1997 erfolgte Lieferung von zwei Flugzeugen etwas überzeichnet. Die Einfuhren von Büromaschinen für den Dienstleistungssektor nahmen weiterhin kräftig zu (19%), während diejenigen von Maschinen mit knapp 6% etwas langsamer wuchsen als im ersten Halbjahr. Die Importe von Energieträgern lagen deutlich unter dem entsprechenden Vorjahreswert (-9%).

Sinkende Export- und Importpreise

Die am Mittelwert gemessenen Exportpreise lagen im dritten Quartal um 1,3% unter dem Vorjahresstand, nachdem sie im ersten Halbjahr stagniert und im Jahre 1997 noch um 3,7% zugenommen hatten. Bei den Importgütern setzte sich der seit Anfang des Jahres beobachtete Preisrückgang fort. Im dritten Quartal lag ihr Preismittelwert um 3,7% tiefer als vor Jahresfrist.

Unveränderter Ertragsbilanzüberschuss

Die nominellen Güterexporte nahmen im dritten Quartal mit 3,3% deutlich stärker zu als die Güterimporte (1,9%). Da die wertmässigen Einfuhren und Ausfuhren je 27,7 Mrd. Franken erreichten, war die Handelsbilanz ausgeglichen, nachdem sie in der Vergleichsperiode des Vorjahres noch mit einem Defizit von 0,4 Mrd. Franken geschlossen hatte. Der Aktivsaldo der Dienstleistungsbilanz nahm um 0,3 Mrd. auf 4,5 Mrd. Franken ab. Die Einnahmen aus dem Fremdenverkehr stiegen erneut innert Jahresfrist. Dagegen gingen die Kommissionseinnahmen der Banken zurück. Der Aktivsaldo der Arbeits- und Kapitaleinkommen war mit 4,9 Mrd. Franken gleich hoch wie in der Vorjahresperiode, wobei die ans Ausland fließenden Kapitalerträge stärker stiegen als die Einnahmen aus dem schweizerischen Finanzvermögen und den Direktinvestitionen. Der Überschuss der Ertragsbilanz betrug 7,9 Mrd. Franken und lag damit auf dem gleichen Niveau wie vor Jahresfrist. Sein Anteil am nominellen Bruttoinlandprodukt belief sich auf 8,2%.

3.3 Investitionen

Im dritten Quartal nahm die Investitionstätigkeit erneut zu. Gegenüber der Vorjahresperiode wuchsen die Anlageinvestitionen um 2,4%, nachdem sie im zweiten Quartal 3,1% gestiegen waren. Während die Ausrüstungsinvestitionen schwächer wuchsen als im ersten Halbjahr, belebte sich die Bautätigkeit von einem tiefen Niveau aus leicht.

Leichte Belebung im Bausektor

Die Bauinvestitionen übertrafen im dritten Quartal den entsprechenden Vorjahresstand um 1,6%. Diese Besserung widerspiegelte sich auch in den Zementlieferungen für das Inland, die nach einem Rückgang im zweiten Quartal den Vorjahreswert um 3,5% übertrafen. Die leichte Zunahme der Bautätigkeit war zu einem guten Teil auf das Impulsprogramm des Bundes zur Stimulierung der öffentlichen Bauinvestitionen zurückzuführen. Dieses kam vor allem dem Tiefbau zugute. Nachdem die Bestellungseingänge und die Auftragsbestände in den letzten Quartalen aber auch im Wohnungsbau und im gewerblich-industriellen Bau leicht gestiegen waren, zog auch die Bautätigkeit in diesen beiden Sparten etwas an.

Die Indikatoren des Industrie- und des Bautests der KOF/ETH untermauern das Bild einer leichten Erholung im Bausektor. Im Bauhauptgewerbe stieg die Bautätigkeit nochmals leicht. Die Beurteilung der Geschäftsaussichten fällt allerdings weniger günstig

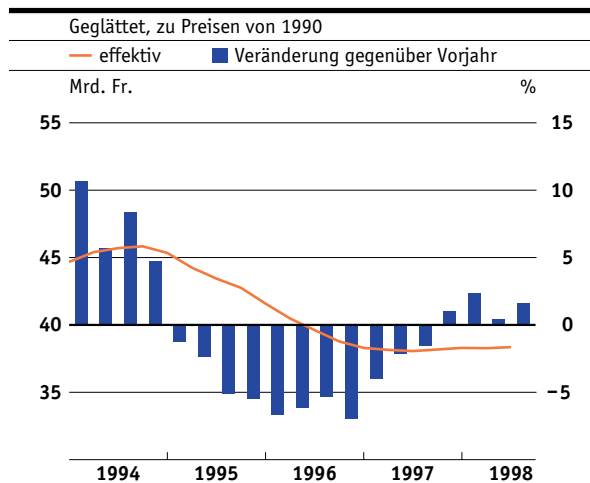
aus. Für die nächsten drei bis sechs Monate wird insbesondere im Hochbau der Bestellungseingang wieder pessimistischer eingeschätzt.

Die Immobilienpreise gingen im dritten Quartal (gemessen an dem vom Planungsbüro Wüest & Partner berechneten Preisindex) gegenüber dem Vorjahr nur noch leicht zurück. Die Preise für Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen sanken gegenüber dem Vorjahr um 1,1% bzw. 1,3%, während die Mietpreise für Büroflächen noch um 2,2% schrumpften. Dagegen hielt der Preisdruck bei den Wohnungsmieten unverändert an (-4,1%). Darin widerspiegelte sich das anhaltende Ungleichgewicht auf dem Mietwohnungsmarkt. Die Zahl der angebotenen Mietwohnungen erreichte im dritten Quartal einen neuen Höchststand.

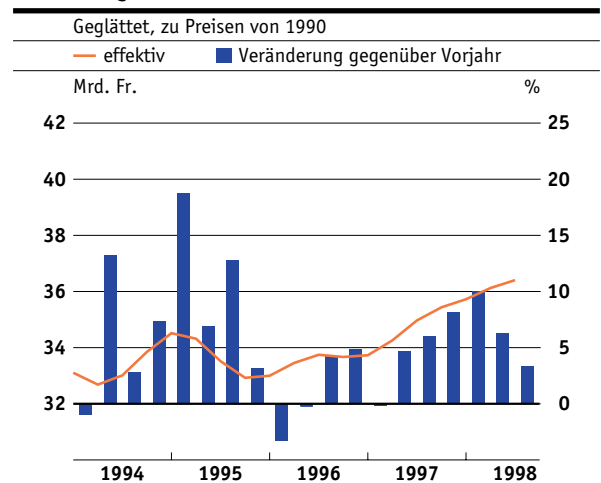
Schwächer wachsende Ausrüstungsinvestitionen

Die Ausrüstungsinvestitionen verloren im dritten Quartal an Schwung. Sie lagen damit um 3,3% über dem entsprechenden Vorjahresstand, nach einer Zunahme von 6,3% im Vorquartal. Während die Importe von Ausrüstungsgütern verlangsamt stiegen, wuchs der vom Verein Schweizerischer Maschinenindustrieller (VSM) gemeldete Umsatz aus dem Inlandgeschäft wieder leicht, nach einem Rückgang in der Vorperiode. Die inländischen Bestellungseingänge beim VSM nahmen allerdings erstmals seit Mitte 1997 wieder ab. Dies deutet auf einen flacheren Wachstumstrend der Ausrüstungsinvestitionen hin.

Bauinvestitionen Grafik 20



Ausrüstungsinvestitionen Grafik 21



Grafiken 20 und 21: Quartals-schätzung annualisiert
Quelle: BWA

3.4 Konsum

Weiterhin moderates Konsumwachstum

Die Konsumausgaben der privaten Haushalte lagen im dritten Quartal um 2,1% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Stimulierend wirkten die Verbesserung der Arbeitsmarktlage und die deutliche Erhöhung der real verfügbaren Einkommen. Beides widerspiegelte sich auch in der Entwicklung des Konsumentenstimmungsindex, der im Juli den höchsten Stand seit acht Jahren erreichte und sich damit erstmals wieder im positiven Bereich befand.

Die realen Detailhandelsumsätze nahmen im dritten Quartal weiter zu. Sie lagen um 1,8% über dem entsprechenden Vorjahreswert, nach einer Zunahme von 1% im ersten Halbjahr. Während die Umsätze von Konsumgütern des täglichen Bedarfs stagnierten, nahmen diejenigen von Bekleidungsartikeln und Textilwaren sowie vor allem von dauerhaften Konsumgütern deutlich zu. Die Verkäufe von Personewagen erhöhten sich um 4,3%. Die Zahl der Übernachtungen inländischer Gäste lagen wie im Vorquartal um 3,5% höher als vor Jahresfrist.

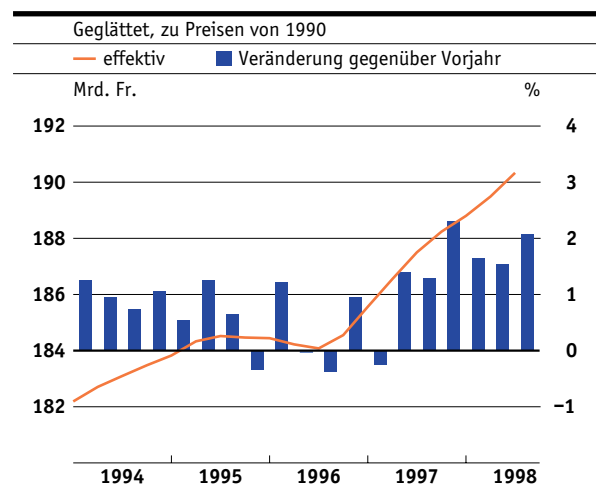
Leicht schwächere Konsumentenstimmung

Die Turbulenzen in der Weltwirtschaft schlugen sich im dritten Quartal in einer leichten Abschwächung der Konsumentenstimmung nieder. Der vom Bundesamt für Wirtschaft und Arbeit (BWA) im Oktober erhobene Index der Konsumentenstimmung blieb aber im positiven Bereich. Die Haushalte schätzten

die wirtschaftliche Lage deutlich weniger optimistisch ein und beurteilten ihre finanzielle Situation nur noch leicht besser als im Juli. Sowohl die künftige Wirtschaftslage als auch die Sicherheit der Arbeitsplätze wird gegenüber der Umfrage im Juli vorsichtiger eingeschätzt.

Die günstige Entwicklung des privaten Konsums dürfte sich in den nächsten Monaten dennoch fortsetzen. Gemäss der KOF-Umfrage erwarten die Detailisten eine weitere Verbesserung der Geschäftslage und rechnen mit steigenden Bestellungen.

Privater Konsum Grafik 22



Quartalschätzung annualisiert
Quelle: BWA

4 Arbeitsmarkt

4.1 Beschäftigung

Der Anstieg der Beschäftigung, der im Sommer 1997 eingesetzt hatte, kam im dritten Quartal ins Stocken. Sowohl die Vollzeitbeschäftigung als auch die Teilzeitbeschäftigung nahmen gegenüber der Vorperiode nur noch geringfügig zu. Insgesamt lag die Zahl der Beschäftigten um 1,4% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Die Vollzeitbeschäftigung erhöhte sich dabei um 1,0% und die Teilzeitbeschäftigung zwischen 50 und 90% um 5,3%. Dagegen nahm jene unter 50% geringfügig ab.

Die Beschäftigung stagnierte sowohl im Dienstleistungssektor als auch in der verarbeitenden Industrie, während sie im Bausektor weiter, wenn auch verlangsamt zunahm. Im Dienstleistungssektor lag sie damit um 1,6% und in der Industrie um 0,4% höher als vor Jahresfrist. Am stärksten stieg die Zahl der Arbeitsplätze im Bausektor, die mit einem Zuwachs von 2,8% erstmals seit 1994 wieder deutlich über dem Vorjahresstand lag.

Weiterhin steigender Manpower-Index

Die Indikatoren für die Nachfrage nach Arbeitskräften entwickelten sich im dritten Quartal unterschiedlich. Der Manpower-Stellenindex, der die Fläche der Stelleninserate misst, nahm weiter deutlich zu. Er liegt damit wieder über dem Stand, den er während der leichten Erholungsphase von 1994/95

erreicht hatte. Dagegen stagnierte die Zahl der bei den Arbeitsämtern gemeldeten offenen Stellen bei 13 700 Stellen (saisonbereinigt).

Leicht schlechtere Beschäftigungsaussichten in der Industrie

Gemäss dem vierteljährlichen Industrietest der KOF/ETH nahm die Zahl der Unternehmen, welche ihre Belegschaft als zu hoch beurteilen, im dritten Quartal erstmals nach mehreren Quartalen wieder zu. Davon betroffen waren nicht nur die exportorientierten, sondern auch die für den Binnenmarkt produzierenden Unternehmen. Zu den wenigen Branchen, die ihren Personalbestand als zu klein beurteilten, gehörten die Metallindustrie, die Papierindustrie, die Textilindustrie, die Industrie der Steine und Erden sowie die Gummi- und Kunststoffindustrie. Erstmals seit sieben Quartalen nahm auch die Zahl der geleisteten Überstunden in der Industrie wieder ab. Ein Lichtblick bildet der Dienstleistungssektor, der gemäss der Umfrage des Bundesamtes für Statistik die Beschäftigungsaussichten erneut günstiger beurteilte.

4.2 Arbeitslosigkeit

Weiter sinkende Arbeitslosigkeit

Der Rückgang der Arbeitslosigkeit setzte sich im dritten Quartal leicht verlangsamt fort. Die Zahl der Personen, die seit weniger als sechs Monaten arbeitslos sind, bildete sich nur noch leicht zurück. Dagegen

Arbeitsmarkt nicht saisonbereinigte Zahlen

Tabelle 9

	1996	1997	1997	1998					
			3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	Okt.	Nov.
Voll- und Teilzeitbeschäftigte ¹	-0,3	-1,6	-1,4	-1,1	0,8	1,6	1,4	-	-
Vollzeitbeschäftigte ¹	-1,0	-1,8	-1,6	-1,3	0,3	0,8	1,0	-	-
Arbeitslosenquote ^{2,3}	4,7	5,2	5,0	4,9	4,8	3,9	3,4	3,2	3,3
Arbeitslose ³	168,6	188,3	180,2	176,7	174,9	142,3	121,9	115,5	118,6
Stellensuchende ³	206,7	244,7	240,9	243,8	244,0	221,7	203,8	198,0	200,2
Kurzarbeiter ³	13,1	6,6	2,2	3,0	5,6	2,8	1,2	2,5	-
Gemeldete offene Stellen ³	5,6	9,4	10,4	9,5	12,1	15,0	14,0	12,1	12,5

1 Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

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

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

nahm die Langzeitarbeitslosigkeit weiter deutlich ab. Im September waren 47,2% der Arbeitslosen seit weniger als einem halben Jahr ohne Arbeit, 21,4% seit sieben bis zwölf Monaten und 31,5% seit mehr als einem Jahr.

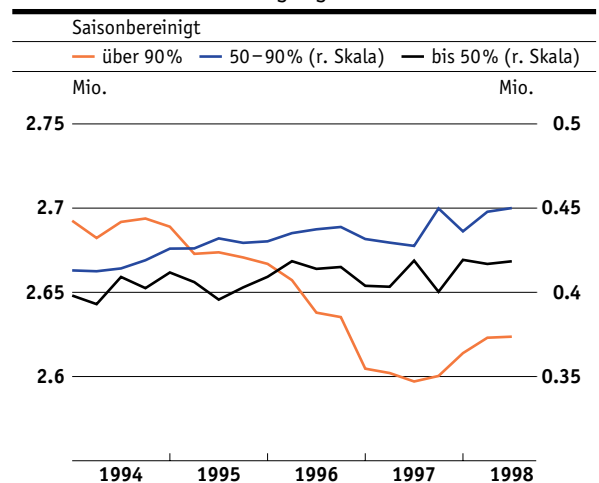
Die Zahl der Arbeitslosen sank von Juni bis Oktober um 15 100 auf 121 700 Personen (saisonbereinigt). Die Arbeitslosenquote bildete sich damit von 3,8% auf 3,4% zurück. Die Zahl der Stellensuchenden nahm mit 16 100 etwas stärker ab als die Zahl der registrierten Arbeitslosen. Damit verlor der durch die aktiven Arbeitsmarktmassnahmen bedingte Rückgang der Arbeitslosigkeit weiter an Bedeutung. Die Zahl der Arbeitslosen, die nach der Aussteuerung keine Arbeit finden und sich nicht mehr beim Arbeitsamt einschreiben, blieb unverändert hoch.

Die Arbeitslosigkeit bildete sich in der deutschen Schweiz und im Tessin ungefähr gleich stark zurück wie im ersten Halbjahr, während sich das Tempo in der französischen Schweiz etwas verlangsamte. Im September betrug die Arbeitslosenquote in der deutschen Schweiz 2,9%, in der Westschweiz 4,9% und im Tessin 5,7%.

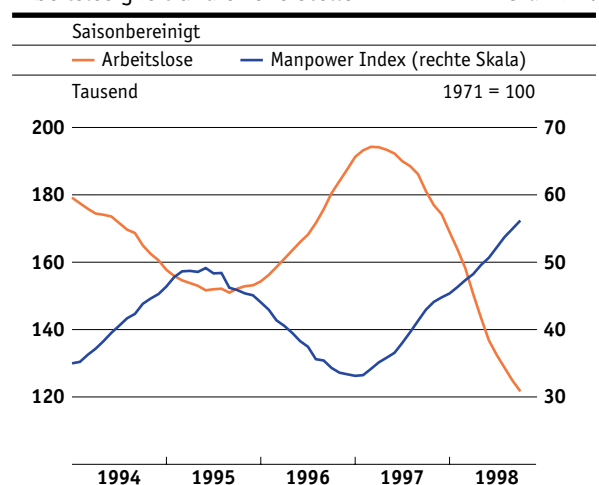
Leicht höhere Kurzarbeit

Nachdem sich die Kurzarbeit im ersten Halbjahr auf tiefem Niveau stabilisiert hatte, nahm sie im dritten Quartal wieder von 2500 auf 4200 Personen zu. Die Zahl der durch Kurzarbeit ausgefallenen Arbeitsstunden bildete sich allerdings weiter zurück. Der Bausektor war nach wie vor am stärksten von Kurzarbeit betroffen; die Zahl der ausgefallenen Arbeitsstunden sank aber von Mai bis September um mehr als die Hälfte.

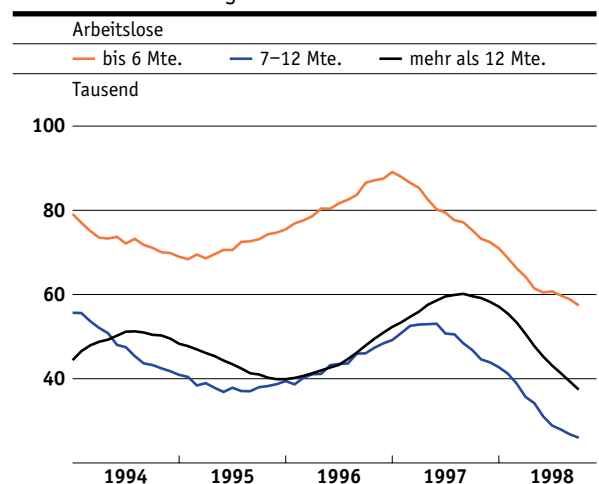
Voll- und Teilzeitbeschäftigung Grafik 23



Arbeitslosigkeit und offene Stellen Grafik 24



Dauer der Arbeitslosigkeit Grafik 25



Grafiken 23, 24 und 25:
Quelle: BFS

5 Preise

5.1 Konsumentenpreise

Weiterhin sehr tiefe Teuerung

Der Konsumentenpreisindex verharrte im dritten Quartal annähernd auf seinem Vorjahresniveau. Die Teuerung betrug 0,1%, nach ebenfalls 0,1% im zweiten und 0% im ersten Quartal. Die inländischen Güterpreise stiegen innert Jahresfrist mit 0,4% etwas stärker als im Vorquartal (0,2%). Die höhere Inlandteuerung wurde aber durch den beschleunigten Preisrückgang bei den ausländischen Gütern kompensiert (-0,7%). Dazu trugen vor allem die stark sinkenden Erdölpreise bei. Gemessen am Index ohne Erdölprodukte betrug die Teuerung im dritten Quartal 0,4%.

Nachdem die Preise der Dienstleistungen im ersten Halbjahr 1998 praktisch stabil geblieben waren, stiegen sie im dritten Quartal um 0,4%. Der Preisanstieg bei den privaten Dienstleistungen beschleunigt sich bereits seit Mai und betrug im dritten Quartal 0,5%. Die Preise für öffentliche Dienstleistungen lagen erstmals seit über einem Jahr wieder leicht über dem Vorjahresniveau (0,1%). Bis Juli hatte der starke Preisrückgang bei den Kommunikationsdienstleistungen in diesem Bereich für rückläufige Preise gesorgt. Die höhere Teuerung bei den Dienstleistungen machte sich in einigen Hauptgruppen des Indexes deutlich bemerkbar. So stieg die Teuerung im Bereich Gesundheitspflege von 0,3% im

zweiten auf 0,6% im dritten Quartal und bei den übrigen Waren und Dienstleistungen von 0,6% auf 1,1%. Vor allem die Pauschalreisen und das Gastgewerbe trugen zu dieser Erhöhung bei.

Geringer Preisanstieg im Oktober und November

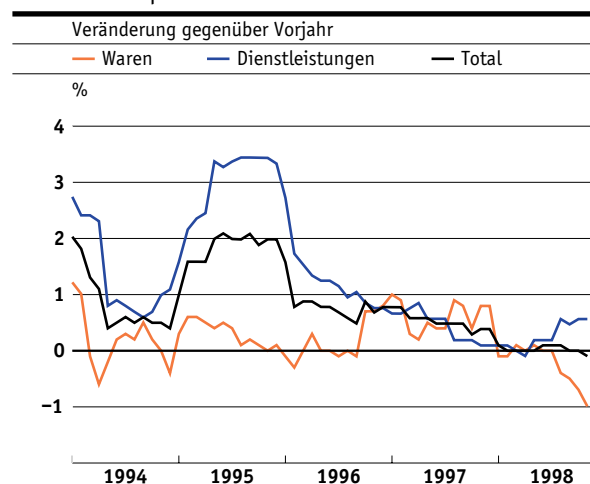
Im Oktober blieben die Konsumentenpreise im Vorjahresvergleich stabil, und im November bildeten sie sich sogar leicht zurück (-0,1%). Die inländischen Güter verteuerten sich mit 0,4% und 0,3% ungefähr gleich stark wie in den vorangegangenen Monaten, während die Preise der ausländischen Güter mit 1,0 und 1,4% etwas stärker sanken. Die Dienstleistungspreise stiegen im Oktober und November um 0,6% bzw. 0,5%. Dagegen sanken die Warenpreise innert Jahresfrist um 0,7% bzw. 1%.

5.2 Preise des Gesamtangebots

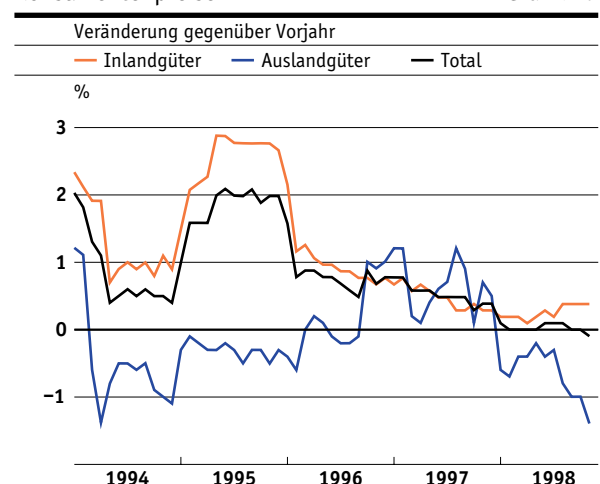
Beschleunigter Rückgang der Importpreise

Der Preisindex des Gesamtangebots bildete sich im dritten Quartal stärker zurück als im Vorquartal. Er lag um 1,9% unter seinem Vorjahresstand (2. Quartal: -1,1%). Der Rückgang der Importpreise betrug innert Jahresfrist 3%, gegenüber 1,4% im zweiten Quartal. Bei fast allen Güterarten gingen die Preise stärker zurück als in der Vorperiode. Geprägt durch die sinkenden Erdölpreise verbilligten sich die Rohstoffe erneut am stärksten (-11,7%). Die Preise der

Konsumentenpreise Grafik 26



Konsumentenpreise Grafik 27



Grafiken 26 und 27: Quelle: BFS

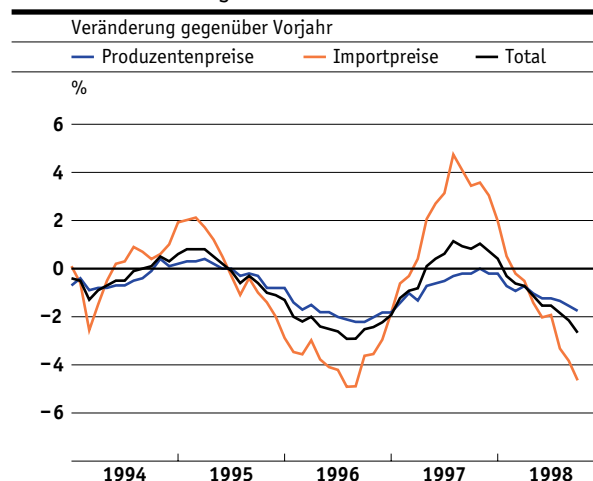
importierten Halbfabrikate gaben um 3,1% nach, wobei die Preise für Metallprodukte besonders deutlich sanken. Die Konsumgüter, welche mit einem Anteil von über 35% am Importpreisindex die grösste Kategorie darstellen, verbilligten sich mit 1,8% ebenfalls stärker als im ersten Halbjahr. Bei den Investitionsgütern schwächte sich der Preisrückgang dagegen ab (-1,2%). Erneut trugen die sinkenden Preise für Computer zum Rückgang bei, während die Preise für Maschinen und Fahrzeuge unverändert blieben.

Stärker sinkende Produzentenpreise

Der Produzentenpreisindex weist im allgemeinen einen ähnlichen Verlauf wie der Importpreisindex auf, seine Schwankungen sind aber weniger ausgeprägt. Im dritten Quartal sank er mit 1,4% ebenfalls rascher als in der Vorperiode. Die für den Auslandsabsatz bestimmten Güter verbilligten sich etwa gleich stark, die für den Inlandsabsatz bestimmten Güter stärker als in der Vorperiode. Aufgeteilt nach Art der Güter sanken die Rohstoffpreise am meisten (-5%). Die Preise der Halbfabrikate, die mit einem Anteil von 56% die wichtigste Kategorie des Produzentenpreisindex darstellen, gingen um 2% zurück. Starke Preisrückgänge verzeichneten vor allem die chemischen Produkte sowie die Papier- und Druckereierzeugnisse. Die Preise der Investitionsgüter stiegen dagegen erneut leicht.

Im Oktober bildeten sich die Preise des Gesamtangebots weiter zurück. Die Importpreise lagen um 4,6% und die Produzentenpreise um 1,7% unter dem Vorjahresstand.

Preise des Gesamtangebots Grafik 28



Quelle: BFS

5.3 Teuerungsaussichten

Internationale Einflüsse

Die ausländischen Waren und Dienstleistungen haben im Güterkorb des Konsumentenpreisindex ein Gewicht von rund 25%. Die ausländische Preisentwicklung, die Wechselkursentwicklung und die Übertragung von Wechselkursänderungen auf die Schweizerfranken-Preise der Importgüter sind daher wichtige Bestimmungsfaktoren der Teuerung. Verglichen mit den Frühjahrsprognosen schwächten sich die Wachstumsaussichten für die Weltwirtschaft ab. Als Folge davon werden die Rohstoffpreise weiterhin unter Druck bleiben. Die Importe von Halbfabrikaten sowie von Investitions- und Konsumgütern dürften sich in den nächsten Monaten aus dem gleichen Grund weiter verbilligen. Bleibt der reale exportgewichtete Frankenkurs im nächsten Jahr ungefähr auf dem im Oktober 1998 erreichten Stand, so ergibt sich gegenüber 1998 eine leichte Höherbewertung. Auch dies dämpft tendenziell die Preisentwicklung der ausländischen Güter.

Relative Entwicklung von Nachfrage und Angebot

Wenn die gesamtwirtschaftliche Nachfrage den Kapazitätsoutput übertrifft, steigen mittelfristig die Preise. Verschiedene Indikatoren wie die Arbeitslosenquote, die Kapazitätsauslastung in der Industrie oder die gesamtwirtschaftliche Outputlücke enthalten Informationen über das relative Niveau von Nachfrage und Angebot und damit auch über den Teuerungsdruck. Alle diese Indikatoren widerspiegeln zwar deutlich die konjunkturelle Erholung, zeigen jedoch auch an, dass auf der Angebotsseite der schweizerischen Wirtschaft immer noch freie Kapazitäten vorhanden sind. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote sank zwar im Zuge der konjunkturellen Belegung kontinuierlich, doch beträgt sie immer noch mehr als 3%. Damit sollten vom Arbeitsmarkt im nächsten Jahr keine Teuerungsimpulse ausgehen. In einigen Branchen sind für 1999 zwar Realloohnerhöhungen geplant, doch widerspiegeln diese vor allem Produktivitätssteigerungen und dürften daher in der Regel nicht auf die Preise überwältigt werden. Gemäss den Prognosen wird das reale Wirtschaftswachstum im kommenden Jahr das langfristige Trendwachstum nicht übertreffen. Da die Outputlücke damit leicht negativ bleiben wird, dürfte die Gefahr eines konjunkturell bedingten deutlichen Inflationsanstiegs im kommenden Jahr gering bleiben. Allerdings gilt es im Auge zu behalten, dass die Anspan-

nungstendenzen in den einzelnen Branchen recht unterschiedlich sein können. Während beispielsweise die Unterauslastung im Bau- und Immobiliensektor immer noch gross ist, erholte sich die Nachfrage nach privaten Dienstleistungen (ohne Mieten) schon so stark, dass mit weiteren Preiserhöhungen in diesem Bereich zu rechnen ist.

Sondereinflüsse

Die Teuerung wird oft auch durch Sonderfaktoren beeinflusst. Im nächsten Jahr dürfte die Erhöhung der Mehrwertsteuer um einen Prozentpunkt die Inflationsrate vorübergehend um rund 0,5 Prozentpunkte ansteigen lassen. Gleichzeitig gehen aber insbesondere von der weiteren Liberalisierung im Telekommunikationsbereich preisdämpfende Wirkungen aus. Insgesamt rechnet die Nationalbank im nächsten Jahr mit einem Anstieg des Konsumentenpreisindex um 1%. Die Hälfte des Preisanstiegs ist auf den Mehrwertsteuereffekt zurückzuführen.

Seigniorage und Notenbankgewinn

von Ernst Baltensperger* und Thomas J. Jordan**

* Ordentlicher Professor für Volkswirtschaftslehre, Universität Bern

** Wissenschaftlicher Berater, Ressort Volkswirtschaftliche Studien,
Schweizerische Nationalbank

Seit dem Beginn der Münzprägung ist bekannt, dass mit dem Recht zur Geldschöpfung auch Einnahmen verbunden sein können. Während der Zeit der Verwendung von Metallmünzen resultierten diese Einnahmen entweder aus den Gebühren, welche die Geldpräger für die Prägung des Metalls in Münzen verlangen konnten oder aus der Differenz zwischen dem Metallwert und der Kaufkraft des geprägten Metalls.¹ Das Recht zur Münzprägung stand im Mittelalter nur bestimmten Lehns- und Gebietsherren zu. Dieses Münzrecht wurde üblicherweise vom Kaiser, König oder Papst verliehen. Aus dem französischen Begriff für Lehnsherr *seigneur* stammt daher die Bezeichnung *Seigniorage* für den Gewinn aus der Münzprägung, welcher dem mit dem Prägerecht ausgestatteten Gebietsherrn zustand. Mit der Bildung von Nationalstaaten in Europa wurde das Recht zur Prägung von Münzen an den Zentralstaat übertragen. Dies setzte vielerorts dem Durcheinander von verschiedenen sich im Umlauf befindenden Münzen ein Ende und erlaubte es dem Zentralstaat, die Gewinne aus der Geldschöpfung fortan für sich zu beanspruchen.

Bei einer reinen Metallwährung ist der Ertrag aus dem Recht zur Prägung von Münzen beschränkt auf die Gebühr für die Prägung der Münzen oder auf die Differenz zwischen Metallwert und Nominalwert bei der Prägung von unterwertigen Scheidemünzen. Die Einführung der Banknoten führte zur Möglichkeit, die umlaufenden Banknoten nur zum Teil mit Metall (üblicherweise Gold oder Silber) zu decken, so dass die ausgebende Bank den nicht gedeckten Teil ihrer Noten für zinsbringende Anlagen verwenden konnte und somit einen Gewinn erzielen konnte, der über den Geldschöpfungsgewinn bei der Münzprägung hinaus ging. Die Möglichkeit, durch die Ausgabe von Banknoten einen Gewinn zu erzielen, war mit ein Grund, dass das Recht der Notenausgabe mit der Zeit an den Zentralstaat transferiert wurde. Das alleinige Recht zur Ausgabe von Banknoten wird heute in den meisten Staaten an die Notenbank delegiert. Die Lösung des Geldes von jeglicher Deckungspflicht durch Metall erlaubt es den Notenbanken theoretisch, die gesamte Ausgabe von Notenbankgeld durch den Ankauf zinstragender Aktiven zu vollziehen und die nominelle Notenbankgeldmenge diskretionär zu verändern.² In einem solchen Papiergeldsystem beruht der Wert des Geldes entscheidend auf der Glaubwürdigkeit der Notenbank, die Geldmenge relativ zur Wirtschaftskraft des Landes knapp zu halten und Geld nur im Tausch gegen erstklassige Wertpapiere und Realanlagen zu schaffen. Die Einnahmen

aus dem Notenmonopol setzen sich dann aus Zinserträgen auf den durch die Schaffung der Notenbankgeldmenge erworbenen Aktiven und aus Einnahmen aus dem Zuwachs der Notenbankgeldmenge zusammen. Dies bedingt eine umfassendere Betrachtung der Einnahmen aus dem Recht der Geldschöpfung, als dies bei einer reinen Metallwährung der Fall war. Der Begriff der *Seigniorage* wurde in der ökonomischen Literatur von der Metallwährung auf das Papiergeldsystem übertragen und umfasst heute alle Einnahmen, die als direkte Folge des monopolistischen Angebots an Notenbankgeld anfallen.

Obwohl in der Nationalökonomie seit langem bekannt ist, dass mit dem Recht zur Geldschöpfung Einnahmen verbunden sind, ist es einer breiten Öffentlichkeit weitgehend unklar, wie die Einnahmen aus der Geldschöpfung entstehen.³ Das Ziel dieses Aufsatzes ist es deshalb, die Quellen der *Seigniorage* in einer Volkswirtschaft, die auf der Verwendung von Papiergeld als Tauschmittel basiert, aufzuzeigen. Dabei soll klar zwischen dem Gewinn der Notenbank und der eigentlichen *Seigniorage* unterschieden werden. Ein weiteres Ziel des Aufsatzes ist es, die wirtschaftspolitisch relevanten Aspekte der Ausschüttung des Notenbankgewinns an die Regierung zu diskutieren.

Der Aufsatz ist wie folgt aufgebaut. In Kapitel 1 wird die korrekte Messung der *Seigniorage* analysiert. Anschliessend werden in Kapitel 2 die Unterschiede zwischen dem Notenbankgewinn und der *Seigniorage* diskutiert. In Kapitel 3 wird die optimale Höhe der *Seigniorage* besprochen. Das Kapitel 4 bietet eine Untersuchung verschiedener Fragen, die bei der Transferierung des Notenbankgewinns an die Regierung auftreten. Die wirtschaftspolitischen Risiken der Ausschüttung des Notenbankgewinns an die Regierung werden in Kapitel 5 behandelt. Kapitel 6 enthält einige Schlussfolgerungen.

1 Siehe Johnson (1969).

2 Die Auswahl der Aktiven, die von der Notenbank übernommen werden dürfen, ist üblicherweise gesetzlich geregelt.

3 Verschiedentlich wurde auch in der ökonomischen Literatur behauptet, dass aus dem Notenmonopol eigentlich kein realer Gewinn erzielt werden könne. Siehe z. B. Van Suntum (1982).

1. Seigniorage

Notenbankgewinn wird oft mit Seigniorage gleichgesetzt. Eine solche Gleichsetzung ist nur in Spezialfällen zulässig. Normalerweise decken sich Seigniorage und Notenbankgewinn nicht vollständig. Wenden wir uns zuerst der Seigniorage zu. Als Seigniorage wird der periodische Ertrag bezeichnet, der als Folge des Monopolrechts über die Ausgabe von Notengeld entsteht. Eine Notenbank erzielt Seigniorage, wenn ihr der Staat das Monopol über die Ausgabe von gesetzlichen Zahlungsmitteln (Noten) überträgt.⁴ Dieses Notenmonopol ist deshalb von Bedeutung, weil die Geschäftsbanken und der übrige Privatsektor für die Abwicklung ihrer Transaktionen und zur Sicherstellung ihrer Liquidität eine Nachfrage nach gesetzlichen Zahlungsmitteln und somit nach Notenbankgeld haben.⁵ Die Höhe der Nachfrage nach Notenbankgeld ist dabei stark von der technischen Entwicklung des Zahlungsverkehrs und den gesetzlichen Vorschriften abhängig.⁶

Bei einer Diskussion der Seigniorage steht die Frage nach deren Ausmass im Vordergrund. In der ökonomischen Literatur sind insbesondere zwei verschiedene Masse zur Bestimmung der Seigniorage vorgeschlagen worden: Das *Konzept der monetären Seigniorage* misst die Seigniorage als Produkt der Wachstumsrate der nominellen Geldmenge μ und der – in Relation zum Sozialprodukt gemessenen – Notenbankgeldmenge m .⁷ Das *Opportunitätskostenkonzept der Seigniorage* misst die Seigniorage als Produkt des nominellen Zinssatzes i und der Notenbankgeldmenge m .⁸ Für eine ökonomische Analyse von Sachverhalten, die den öffentlichen Sektor betreffen, ist es von Vorteil, alle Fluss- und Bestandesvariablen relativ zum nominellen Sozialprodukt zu definieren. Dies gilt deshalb, weil ein grosser Teil der nominellen Einnahmen und Ausgaben des Staates durch das reale Wachstum und die Inflation beeinflusst werden. Da die Notenbank ein Teil des öffentlichen Sektors ist und da ein grosser Teil der Seigniorage aus dem realen Wachstum der Wirtschaft und aus der Inflation stammt, ist es sinnvoll, auch bei der Analyse der Seigniorage die Fluss- und Bestandesgrösse relativ zum Sozialprodukt zu definieren. Die Wachstumsraten und Zinssätze sind in Prozentpunkten definiert.

Um die ökonomischen Grundlagen der Seigniorage zu verstehen und ein korrektes Mass der Seigniorage bestimmen zu können, betrachten wir eine einfache Volkswirtschaft, die sich in einem Gleichgewicht befindet. Die Volkswirtschaft wächst

real mit der Rate n . Der reale Zinssatz r ist konstant, und die Notenbank hält die Inflationsrate π unverändert, so dass der nominelle Zinssatz $i = r + \pi$ ebenfalls konstant ist. Wir nehmen weiter an, dass die gesamte Notenbankgeldmenge m durch den Kauf verzinslicher inländischer Staatspapiere geschaffen wird und die Einkommenselastizität der Geldnachfrage eins ist, so dass die Notenbankgeldmenge relativ zum Sozialprodukt konstant bleibt. Die Notenbank akkumuliert nicht mehr Aktiven, als nötig sind, um den Wert dieser Aktiven relativ zum Sozialprodukt konstant zu halten.

Die Bilanzgleichung der Notenbank entspricht in diesem Fall

$$(1) \quad a = m.$$

Die Aktivseite setzt sich aus zinstragenden Staatsobligationen a zusammen. Die Passivseite umfasst die Notenbankgeldmenge m . Die Notenbankgeldmenge m stellt eine Verpflichtung der Notenbank gegenüber dem Privatsektor dar. Da die Notenbank ihre Verpflichtungen nicht verzinst, stellt die Notenbankgeldmenge einen zinslosen Kredit des Privatsektors gegenüber der Notenbank dar.

Aus ökonomischer Sicht erzielt die Notenbank als Folge ihres Notenmonopols nun auf zwei Arten Einkommen: Erstens kann die Notenbank jedes Jahr die nominelle Notenbankgeldmenge um den Betrag μm anwachsen lassen, ohne dass ihre Verpflichtung gegenüber dem Privatsektor relativ zum Sozialprodukt ansteigt. Der Betrag μm entspricht somit dem Wert des neugeschaffenen Geldes in Relation zum Sozialprodukt. Zweitens erzielt die Notenbank Zins-einnahmen auf ihren Aktiven in der Höhe von ia . Um jedoch diesen Betrag fortwährend jedes Jahr von neuem zu erzielen, muss die Notenbank den Betrag $(\pi + n)a$ in den Kauf von zinsbringenden Aktiven investieren. Derjenige Teil der Zins-einnahmen, welcher gebraucht wird, um die Höhe der zinsbringenden Aktiven konstant zu halten, stellt ökonomisch gesehen keinen Ertrag dar. Der eigentliche Zinsertrag aus den Aktiven beläuft sich auf $(i - \pi - n)a$.⁹ Die Seigniorage s – definiert als reiner Ertrag aus dem Notenmonopol – entspricht nun der Summe beider Einkommen

$$(2) \quad s = \mu m + (i - \pi - n)a.$$

4 Wir betrachten hier die Seigniorage für den Staat bzw. die Notenbank. Verfügen Geschäftsbanken über eine bestimmte Monopolmacht bei der Schaffung von Sichtguthaben (z. B. als Folge einer Kartellvereinbarung), so können sie bei der Schöpfung von Buchgeld ebenfalls Seigniorage erzielen. Vergleiche dazu Baltensperger und Jordan (1997b).

5 Die Notenbankgeldmenge setzt sich aus dem Notenumlauf und den Giroguthaben der Banken bei der Notenbank zusammen. Die Banken können jederzeit Giro in Noten und umgekehrt umtauschen.

6 Vergleiche dazu Bischof und Heller (1998) und Groeneveld und Visser (1997).

7 Siehe z. B. Klein und Neumann (1990).

8 Siehe z. B. Phelps (1973), Auernheimer (1974), Marty (1978) und Barro (1982).

9 Der ökonomisch relevante Zinssatz für den Staat in einer wachsenden Wirtschaft ist $i - \pi - n$. Dies gilt sowohl für seine Verschuldung als auch für seine Aktiven.

Wenn die – in Relation zum Sozialprodukt gemessene – Notenbankgeldmenge m über die Zeit konstant bleibt, so muss die Wachstumsrate der nominellen Notenbankgeldmenge μ der Summe aus Inflation π und realer Wachstumsrate der Wirtschaft n entsprechen. Die gesamte Seigniorage s entspricht daher

$$(3) \quad s = (\pi + n)m + (i - \pi - n)m = im.$$

In der hier betrachteten Gleichgewichtssituation erfasst das Opportunitätskostenkonzept die gesamte Seigniorage. Hingegen unterschätzt das monetäre Konzept die Seigniorage, solange der Nominalzinssatz grösser als $\pi + n$ ist. Dies ist in einer dynamisch effizienten, d. h. in einer nicht überkapitalisierten Volkswirtschaft im Gleichgewicht der Fall.^{10,11} Die Seigniorage entspricht also den Opportunitätskosten der Notenbank für den Fall, dass sie die Notenbankgeldmenge gegen einen verzinsbaren Kredit tauschen müsste.

Drazen (1985) hat als erster darauf hingewiesen, dass die gesamte Seigniorage dem fortwährenden Einkommensfluss aus zwei verschiedenen Quellen entspricht.¹² Seigniorage aus der ersten Quelle entspricht dem Einkommen aus der Ausweitung der nominellen Notenbankgeldmenge im Umfang von μm . Dies ist der Preis, den der Privatsektor jährlich zu bezahlen hat, um kontinuierlich über eine – relativ zum Sozialprodukt gemessen – konstante Notenbankgeldmenge zu verfügen. Seigniorage aus der zweiten Quelle entspricht dem fortwährenden Nettoeinkommen aus den zinstragenden Aktiven der Notenbank in der Grösse von $(i - \pi - n)a$. Die Grundlage für dieses Einkommen ist der vom Privatsektor gegenüber der Notenbank gewährte zinsfreie Kredit, wobei der ökonomisch relevante Zinssatz $i - \pi - n$ beträgt. Drazen (1985) hat die erste Quelle die *Besteuerungsquelle* und die zweite Quelle die *Monopolquelle* genannt. Es ist jedoch wichtig festzuhalten, dass die Grundlage für beide Quellen das Monopol der Notenbank für die Ausgabe von Noten und Bankreserven ist.

Die Höhe der gesamten Seigniorage ist vom nominellen Zinssatz i und der Nachfrage nach Notenbankgeld m abhängig. Es stellt sich deshalb die Frage, welcher Zinssatz für die Messung der Seigniorage massgebend ist. Eine Notenbank kann grundsätzlich die gesamte Notenbankgeldmenge durch den Ankauf von inländischen Staatspapieren schaffen, so dass ihre Aktiven weder einem Bonitätsrisiko noch

einem Wechselkursrisiko ausgesetzt sind. Für die Berechnung des Ertrages, der ausschliesslich als Folge des Notenmonopols entsteht, ist es daher richtig, eine solche risikolose Aktivenstruktur der Notenbank anzunehmen. In diesem Fall werden auch Gewinne und Verluste auf Aktiven der Notenbank als Folge von Zinsveränderungen innerhalb des staatlichen Sektors ausgeglichen. Der Zinssatz für langfristige Staatspapiere mit einer über die Zeit anpassbaren Verzinsung ist folglich der richtige Zinssatz, um den Umfang der Seigniorage zu bestimmen.

Der Nominalzinssatz entspricht der Summe von Realzinssatz und Inflation. Die Notenbank kann die Seigniorage beeinflussen, indem sie die Inflationsrate verändert. Da aber die Nachfrage nach Notenbankgeld negativ vom Nominalzins und somit von der Inflationsrate abhängt, kann die Notenbank die Seigniorage nicht beliebig erhöhen. Mit zunehmender Inflation wird die Notenbankgeldmenge m kleiner, so dass das Produkt von i und m ab einer bestimmten Inflationsrate kleiner wird. Die Seigniorage im unterliegt deshalb einem typischen «Lafferkurveneffekt».¹³ Die Nachfrage nach Notenbankgeld wird aber nicht nur durch die Inflationsrate bestimmt. Der technische Fortschritt im Zahlungsverkehr (Kreditkarten, Electronic Money, Clearingsysteme usw.) kann zu einer Verminderung der Nachfrage nach Notenbankgeld führen.¹⁴ Die Nachfrage nach Notenbankgeld wird zudem auch durch gesetzliche Faktoren bestimmt wie z. B. die Vorschriften über die Mindestliquidität von Banken.¹⁵

10 Eine Volkswirtschaft wird als dynamisch effizient bezeichnet, solange der Realzinssatz grösser ist als die Wachstumsrate. Die Konsummöglichkeiten einer Volkswirtschaft werden maximiert wenn die Kapitalakkumulation

dergestalt ist, dass der Realzinssatz genau der Wachstumsrate entspricht. Dies wird als die goldene Regel der Kapitalakkumulation bezeichnet. Vergleiche dazu Phelps (1961).
11 Für die Analyse einer Ungleichgewichtssituation siehe Baltensperger und Jordan (1997a).

12 Siehe die Diskussion in Baltensperger und Jordan (1997a).
13 Für eine Diskussion der Maximierung der Seigniorageerträge siehe Baltensperger und Jordan (1997a).

14 Vergleiche dazu auch Bischof und Heller (1998) und Groeneveld und Visser (1997).

15 Zu beachten ist auch, dass für Länder mit einer weltweit akzeptierten Währung, wie z. B. die USA, grössere Teile der monetären Basis sich im Ausland befinden können. Je grösser die Nachfrage aus dem Ausland nach inländischen Noten ist, desto grösser wird die monetäre Basis relativ zum Sozialprodukt sein und desto grösser wird die Seigniorage für eine gegebene Inflationsrate sein.

2. Notenbankgewinn

Im vorangegangenen Kapitel haben wir darauf hingewiesen, dass der Gewinn, den eine Notenbank erzielt, nur in Ausnahmefällen mit der Seigniorage – dem reinen Ertrag aus dem Notenmonopol – zusammenfällt. Dieses Kapitel befasst sich mit den Unterschieden zwischen der Seigniorage und dem Notenbankgewinn.¹⁶ Es gibt insbesondere drei Gründe für das Auftreten einer Differenz.

Der erste Grund liegt in der Grösse der Notenbankbilanz. Die Bilanzsumme einer Notenbank ist üblicherweise grösser als die Notenbankgeldmenge.¹⁷ Die Notenbank verfügt über eigenes Kapital, das ihr entweder in Form von Grundkapital durch die Eigentümer der Bank zur Verfügung gestellt wurde oder das sie in Form von Reserven durch die Nichtausschüttung von Gewinnen akkumuliert hat. Die Bilanzgleichung der Notenbank entspricht in diesem Fall

$$(4) \quad a = m + c,$$

wobei c die Höhe des Grundkapitals und des Reservefonds der Notenbank ist. Als Folge einer erhöhten Kapitalbasis sind auch die Aktiven der Notenbank grösser, und die Notenbank erzielt einen grösseren Ertrag, als wenn sie nur über das Kapital der Notenbankgeldmenge verfügen würde.¹⁸

Der zweite Grund für ein Auseinanderfallen von Notenbankgewinn und Seigniorage liegt in der Art der Aktiven, die eine Notenbank in ihrem Portfolio hält. Für die Berechnung der Seigniorage haben wir angenommen, dass die Notenbank nur über inländische Staatsobligationen verfügt. In der Realität hingegen halten die Notenbanken ein gemischtes Portfolio, welches neben inländischen Staatsobligationen grosse Anteile an Devisen und auch gewisse Bestände an Gold umfasst. Die Notenbanken sind in erster Linie für die Durchführung einer zielgerichteten Geldpolitik und für die Sicherstellung des Vertrauens in ihre Währung verantwortlich. Daher müssen sie ein Portfolio wählen, das ihnen die Ausführung dieser Aufgaben ermöglicht. Insbesondere müssen die Notenbanken die für die Erreichung ihrer geldpolitischen Ziele notwendigen Offenmarktgeschäfte in einem genügend liquiden Markt tätigen können. Notenbanken von kleinen offenen Volkswirtschaften halten deshalb grössere Teile ihres Port-

folios in Form von Devisen. Genügend internationale Reserven (Devisen und Gold) helfen der Notenbank auch, das Vertrauen in ihre Währung aufrecht zu erhalten.

Die Erträge aus diesem gemischten Portfolio können natürlich von den Erträgen aus Staatsobligationen abweichen. Zum einen können die erwarteten Renditen als Folge unterschiedlicher Bonität und Fristigkeit der Anlagen verschieden sein. Zum anderen stellen gewisse Anlagen wie Gold und Devisen keine risikolosen Anlagen dar. Die Notenbank kann darauf – je nach Entwicklung des Wechselkurses und des Goldpreises – Kursgewinne oder -verluste erzielen. Die verschiedenen Renditen und das unterschiedliche Risiko des Notenbankportfolios gegenüber einem Portfolio aus Staatsobligationen führt daher zu einer Differenz zwischen Notenbankgewinn und Seigniorage. Der Notenbankgewinn – gewichtet mit der Notenbankgeldmenge – kann daher je nach Marktentwicklung grösser oder kleiner als die Seigniorage sein. Die Differenz zwischen Notenbankgewinn und Seigniorage ist jedoch in beiden Fällen eine direkte Folge der geldpolitischen Anforderungen der Notenbank an ihre Aktivenstruktur.¹⁹

Der dritte Grund für eine Differenz zwischen Notenbankgewinn und Seigniorage liegt in den Kosten, welche der Notenbank bei der Erfüllung ihrer Aufgaben entstehen. Da die Kosten für das reine Drucken der Noten – abgesehen von Zeiten mit Hyperinflation – relativ gering sind, werden sie bei der Berechnung der Seigniorage üblicherweise nicht berücksichtigt. Beim Notenbankgewinn hingegen werden alle Aufwände der Notenbank berücksichtigt. Neben den Kosten für das Drucken der Noten entstehen der Notenbank Kosten für die Organisation des Zahlungs- und Bargeldverkehrs, die Durchführung der Geldpolitik und die Überwachung des Finanzsektors. Diese Kosten führen zu einer Verminderung des Notenbankgewinns gegenüber der Seigniorage.

16 Siehe auch die Diskussion in Klein und Neumann (1990).

17 Das gilt insbesondere für die Schweizerische Nationalbank. Die Bilanzsumme der Nationalbank ist rund doppelt so gross wie die monetäre Basis in der Schweiz. In den meisten anderen Staaten ist die Bilanzsumme – relativ zur monetären Basis gemessen – kleiner als in der Schweiz. In Deutschland ist die Bilanzsumme der Bundesbank rund 20% grösser als die monetäre Basis.

18 Umgekehrt wird der Gewinn im Zeitpunkt einer Erhöhung der Rückstellungen um den entsprechenden Betrag vermindert.

19 Dabei ist wichtig festzuhalten, dass Inlandaktiva nicht a priori eine höhere Rendite abwerfen als Auslandaktiva.

3. Wie hoch ist die optimale Seigniorage?

Neben der Frage nach der korrekten Messung der Seigniorage hat die Frage nach der optimalen Höhe der Seigniorage die ökonomische Literatur stark beschäftigt. In der Diskussion sind insbesondere drei Argumente vorgebracht worden:

Das erste Argument, das sogenannte *Argument der optimalen Besteuerung* («optimal taxation argument»), geht davon aus, dass die Seigniorage eine Besteuerung der realen Kassahaltung darstellt und deshalb gleich betrachtet werden sollte wie jede andere Steuer auch. Das Argument der optimalen Besteuerung, das auf Phelps (1973) zurückgeht, postuliert, dass die sozialen Grenzkosten bei der Besteuerung der Realkassa gleich hoch sein sollten wie bei allen anderen Steuern.²⁰ Diese Grenzkosten sind vom Ausmass der durch die Besteuerung verursachten wirtschaftlichen Verzerrungen, von den Kosten der Steuererhebung, von den Möglichkeiten der Steuerhinterziehung und von anderen Faktoren abhängig. Da die Seigniorage mit der Höhe der Inflation variiert, ist die Inflationsrate – gemäss dem Argument der optimalen Besteuerung – auf einer Höhe anzusetzen, bei der die Grenzkosten einer erhöhten Inflation mit den Grenzkosten einer erhöhten Einkommensbesteuerung zusammenfallen. Nach diesem Argument ist es insbesondere in Ländern mit grossen Schattenwirtschaften und ineffizienter Einkommensbesteuerungen sinnvoll, über erhöhte Inflation Staatsausgaben durch Seigniorage zu finanzieren. In Ländern ohne grosse Schattenwirtschaft und mit einem effizienten System zur Besteuerung der Einkommen müsste jedoch nach dem gleichen Argument die Besteuerung der Realkassahaltung wesentlich tiefer ausfallen. Die optimale Seigniorage kann aber durchaus positiv sein.

Das zweite Argument, das sogenannte *Argument der optimalen Geldmenge* («optimal quantity of money»), wurde von Friedman (1969) in die Literatur eingeführt.²¹ Dieses Argument geht davon aus, dass der Nutzen der Geldhaltung dann maximiert wird, wenn der Grenznutzen der Realkassahaltung den

Grenzkosten der Geldproduktion entspricht. Da die Grenzkosten der Notenproduktion praktisch null sind, wird eine optimale Versorgung der Wirtschaft mit Notenbankgeld dann erreicht, wenn die Kosten der Geldhaltung null werden und sich die Individuen mit Notenbankgeld sättigen. Dies bedeutet, dass die Haltung von Notenbankgeld dann optimal ist, wenn sie keine Opportunitätskosten mehr verursacht. Notenbankgeld muss in diesem Fall den gleichen Ertrag abwerfen wie verzinsliche Staatsobligationen. Aus praktischen Gründen ist es nicht möglich, auf Noten Zinsen zu bezahlen. Friedman votierte daher für eine Deflation in der Höhe des realen Zinssatzes ($\pi = -r$), so dass der Nominalzins i in der Wirtschaft null wird. Die Seigniorage würde in diesem Fall auf null zurückgehen, weil die Notenbankgeldhaltung keiner Besteuerung mehr ausgesetzt ist. Das Argument der optimalen Geldmenge postuliert daher eine optimale Seigniorage in der Höhe von null.²²

Das dritte Argument, das sogenannte *Argument der optimalen Geldpolitik*, geht von der Vorstellung aus, dass die Seigniorage im Vergleich zum Nutzen einer optimalen Geldpolitik zumindest in entwickelten Staaten vernachlässigbar klein ist.²³ Nach diesem Argument soll die Notenbank deshalb ihre Geldpolitik entsprechend ihren Möglichkeiten und den gesellschaftlichen Präferenzen auf die Stabilisierung der Inflation und der Konjunktur sowie die Sicherstellung des Vertrauens in die eigene Währung ausrichten und dabei Seigniorageaspekte nicht berücksichtigen. Die Notenbank soll dabei die Struktur ihrer Aktiven in erster Linie unter geldpolitischen Aspekten bestimmen. Soweit mit der optimalen Geldpolitik vereinbar, kann die Notenbank in zweiter Linie auch die Performance ihres Portfolios optimieren.

Die moderne ökonomische Literatur zeigt deutlich, dass die Erhaltung der Preisstabilität und die Verhinderung von unnötigen Inflations- und Deflationsschüben den wesentlichsten Beitrag der Geldpolitik zu optimalen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen darstellt.²⁴ Abweichungen von einer solchen Geldpolitik haben schwerwiegende wirtschaftliche Kosten in Form von tieferem Output und höherer Arbeitslosigkeit zur Folge. Für entwickelte Industriestaaten ist deshalb das Argument der optimalen Geldpolitik am wichtigsten, und eine Optimierung der Seigniorage sollte mit den Bedürfnissen der Geldpolitik kompatibel sein.

20 Vergleiche dazu auch Marty (1976) und Mankiw (1987).

21 Vergleiche dazu auch Niehans (1978) und Woodford (1990).

22 Siehe auch Baltensperger und Jordan (1997b).

23 Siehe z. B. Lucas (1986) und Baltensperger und Jordan (1998).

24 Vergleiche z. B. Feldstein (1996) und Tödter und Ziebarth (1997).

4. Ausschüttung von Notenbankgewinnen

Bei der Diskussion über die Ausschüttung von Notenbankgewinnen an die Regierung werden oft drei Fragen aufgeworfen. Bei der ersten Frage geht es um die ökonomische Realität der Notenbankgewinne. Verschiedentlich wird argumentiert, dass Seigniorage kein reales Einkommen für den Staat oder die Zentralbank darstelle, sondern nur eine Art Scheingewinn sei.²⁵ Die obige Analyse zeigt jedoch deutlich, dass Seigniorage echtes Einkommen für den öffentlichen Sektor darstellt. Der öffentliche Sektor kann durch die Seigniorage fortwährend jedes Jahr Güter im Umfange von *im* finanzieren, ohne dass seine Verpflichtung gegenüber dem Privatsektor zunimmt. Die Notenbank ist also in der Lage, jedes Jahr den Betrag *im* (abzüglich der Kosten, welche sie für die Durchführung ihrer Aufgaben benötigt) an die Regierung auszuschütten, ohne dass sich die Aktivseite und die Passivseite ihrer Bilanz relativ zum Sozialprodukt ändern.

Bei der zweiten Frage geht es um den Einfluss einer Ausschüttung des Notenbankgewinns auf die Notenbankgeldmenge und auf die Durchführung der Geldpolitik. Mitunter wurde behauptet, dass eine Ausschüttung des Notenbankgewinns zwangsläufig die Notenbankgeldmenge erhöhen müsse und somit zu zusätzlicher Inflation führe. Dies trifft jedoch nicht zu. Die Ausschüttung des Notenbankgewinns betrifft in erster Linie die Aktiven und das Eigenkapital bzw. die Reservefonds der Notenbankbilanz. Ein Teil des im vergangenen Jahr erhöhten Eigenkapitals wird durch eine Veräusserung von Aktiven an die Regierung weitergeleitet. Auch wenn die Ausschüttung mit Notenbankgeld erfolgt, kann die Notenbank durch eine entsprechende Offenmarktoperation die Notenbankgeldmenge konstant halten. Der Transfer des Notenbankgewinns an die Regierung beeinträchtigt daher die Durchführung der Geldpolitik nicht.

Bei der dritten Frage geht es um die ökonomischen Folgen der Übertragung des Notenbankgewinns an die Regierung. Bei der ökonomischen Analyse dieser Frage kommt es auf die Auswirkungen des Gewinntransfers auf die gesamte Verschuldung des konsolidierten öffentlichen Sektors an, d. h. Regierung und Notenbank müssen ökonomisch als eine Einheit aufgefasst werden. Die öffentliche Diskussion dieser Frage leidet oft darunter, dass Notenbank und Regierung isoliert betrachtet werden. Baltensperger und Jordan (1998) zeigen, dass unter der Annahme eines konstanten Primärdefizites (Defizit ohne Zinszahlungen auf der Staatsverschuldung) das Ausmass des Gewinntransfers von der Notenbank an die Regierung keine ökonomische Bedeutung hat. Solange das Primärdefizit konstant ist, beeinflusst das Ausmass des Gewinntransfers die konsolidierte Verschuldung des öffentlichen Sektors nicht und hat somit auch keine ökonomischen Folgen. Die staatliche Nachfrage und die Belastung des Kapitalmarktes sind unabhängig vom Ausmass des Gewinntransfers. Dies gilt unabhängig davon, ob die Notenbank inländische Staatspapiere oder Auslandsanlagen in ihrem Portfolio hält.²⁶ Der Umfang der Ausschüttung des Notenbankgewinns ist aber wichtig, sobald dadurch das Primärdefizit beeinflusst oder die Geldpolitik betroffen wird. Dies ist das Thema des nächsten Kapitels.

25 Siehe z. B. Van Suntum (1982).

26 Die Portfoliozusammensetzung der Notenbank kann theoretisch einen Einfluss auf die Zinssätze ausüben, solange inländische und ausländische Obligationen nicht vollkommene Substitute sind. Da die Notenbankgeldmenge nur einen kleinen Teil des Kreditmarktes ausmacht, ist dies in der Praxis aber ohne Bedeutung.

5. Wirtschaftspolitische Risiken bei der Ausschüttung von Notenbankgewinnen

In der wirtschaftspolitischen Diskussion über die Übertragung von Notenbankgewinnen an die Regierung sind in der Öffentlichkeit und in der Finanzpresse immer wieder grosse Vorbehalte angemeldet worden.²⁷ Diese Skepsis gegenüber einer weitgehenden Gewinnausschüttung ist – trotz der oben erwähnten theoretischen Irrelevanz des Umfangs der Gewinnausschüttung – ökonomisch gut begründbar.

Das Verhalten der Regierungen ist in der Realität – und im Gegensatz zur Annahme im vorangegangenen Kapitel – meistens nicht unabhängig von der Übertragung von Notenbankgewinnen. Diese Verhaltensänderung betrifft zwei Aspekte: Zum einen können Regierungen versucht sein, im Fall einer grosszügigen Gewinnübertragung die Notenbanken zur Erzielung eines höheren Gewinns zu drängen, um über mehr Einnahmen zu verfügen. Fiskalische Bedürfnisse führen dann zu einer schlechten Geldpolitik mit einer zu hohen Inflationsrate. Zum anderen kann eine Gewinnübertragung die Regierung zu zusätzlichen Staatsausgaben verleiten. Das ist besonders dann ein Problem, wenn z. B. aufgrund einer Bewertungsänderung auf den Aktiven der Notenbank ein einmaliger grosser Gewinn entsteht. Die als Folge dieser einmaligen Einnahmen erhöhten Staatsausgaben sind dann oft permanenter Natur und führen später zu einem erhöhten Staatsdefizit und einer erhöhten Staatsverschuldung.

Die Art und Weise und das Ausmass der Übertragung der Notenbankgewinne an die Regierung sind also insofern von grosser ökonomischer Bedeutung, als sie das Verhalten der Fiskalbehörden beeinflussen und damit Rückwirkungen auf die Qualität der Geldpolitik und der Fiskalpolitik haben. Das Hauptinstrument für den Schutz der Geldpolitik vor unver-

nünftigen Übergriffen der Fiskalbehörden ist die Unabhängigkeit der Notenbank. Die Art und Weise der Gewinnübertragung kann jedoch ebenfalls einen wichtigen Beitrag dazu leisten und dabei die Fiskalpolitik vor einer langfristig nicht tragbaren Zunahme der Staatsausgaben als Folge einmalig hoher Notenbankgewinne bewahren.

Eine wirtschaftspolitisch sinnvolle Art den Gewinntransfer zu gestalten besteht darin, dass die Notenbank jedes Jahr einen konstanten Betrag an die Regierung ausschüttet. Dieser Betrag kann jeweils für eine längere Periode festgelegt werden und den durchschnittlichen Notenbankgewinnen der diesem Entscheid vorangegangenen Periode von gleicher Länge entsprechen.²⁸ Eine solche Lösung hat insbesondere zwei Vorteile: Erstens gleichen sich Gewinne und Verluste aus Bewertungsänderungen der Aktiven und eine unterschiedliche Seigniorage als Folge unterschiedlicher Zinsniveaus über eine lange Frist aus. Dadurch können permanente Fiskalausgaben nicht aufgrund des Einkommen eines einzigen aussergewöhnlichen Jahres beschlossen werden. Zweitens haben die Regierungen bei einer solchen Lösung viel geringere Anreize, Einfluss auf die Geldpolitik aus Finanzierungsgründen auszuüben, weil die laufenden Gewinne für die aktuelle Ausschüttung keine Rolle spielen. Zudem erlaubt dieses Vorgehen eine grössere Kontinuität und eine bessere Planbarkeit des staatlichen Budgetprozesses.

27 Solche Vorbehalte sind u. a. in Brenner (1992) und (1996) deutlich formuliert. Daneben gibt es auch Stimmen, die für eine vorbehaltlose Ausschüttung der Notenbankgewinne an die Regierung plädieren wie z. B. von Ungern-Sternberg (1996).

28 Diese Periode sollte im Minimum etwas länger sein als eine normale Amtsdauer einer Regierung bzw. einer Legislaturperiode. In der Schweiz sollte diese Periode daher mindestens 5 Jahre betragen.

6. Schlussfolgerungen

In diesem Artikel haben wir grundsätzliche Aspekte im Zusammenhang mit der Messung der Seigniorage in einem Papiergeldsystem diskutiert. Die Seigniorage, welche allein die Einnahmen aus dem Monopol zur Ausgabe von Notenbankgeld umfasst, wird dabei deutlich vom Gewinn der Notenbank abgegrenzt. Wir haben ausserdem die wirtschaftspolitisch relevanten Fragen zur Problematik der Ausschüttung des Notenbankgewinns an die Regierung behandelt. Aus dem Aufsatz können folgende hauptsächliche Schlussfolgerungen gezogen werden:

1. Sowohl die Seigniorage als auch der Notenbankgewinn stellen eindeutig reale Einnahmen dar, die der öffentlichen Hand gehören. Diese Einnahmen resultieren einerseits aus den Kosten, die der private Sektor zu bezahlen gewillt ist, um über eine bestimmte Realkasse zu verfügen, und andererseits aus den Erträgen des Kapitals (Grundkapital und Reserven) der Notenbank.

2. Im Vergleich zum volkswirtschaftlichen Nutzen einer stabilitätsorientierten Geldpolitik stellt die Seigniorage einen relativ kleinen Betrag dar. Durch die technischen Innovationen im Zahlungsverkehr weist die Seigniorage zudem eine sinkende Tendenz auf. Überlegungen zur Optimierung der Seigniorage sollten deshalb bei der Festlegung der Geldpolitik nur in zweiter Linie berücksichtigt werden, nachdem die Bedürfnisse einer stabilitätsorientierten Geldpolitik bezüglich der Wachstumsrate der Notenbankgeldmenge und der Art der benötigten Aktiven genau definiert worden sind.

3. Ein Transfer des Notenbankgewinns an die Regierung sollte dergestalt erfolgen, dass einerseits die wichtigste Aufgabe der Notenbank – die Durchführung einer optimalen Geldpolitik – nicht beeinträchtigt wird und andererseits die Regierung keine falschen Anreize hat, zusätzliche permanente Staatsausgaben als Folge einmaliger Gewinnübertragungen zu beschliessen. Für die Durchführung der Geldpolitik und die Sicherstellung einer angemessenen Unabhängigkeit sollte die Notenbank über eine angemessene Kapitalausstattung verfügen und diese gemäss den Bedürfnissen der Geldpolitik ausbauen können. Die Gewinnübertragung an die Regierung sollte über mehrere Jahre konstant sein und nicht durch laufende Gewinne beeinflusst werden können.

7. Literatur

Auernheimer, L. 1974. The honest government's guide to the revenue from the creation of money. *Journal of Political Economy* 82(3): 598–606.

Baltensperger, E. und T.J. Jordan. 1997a. Principles of seignorage. *Swiss Journal of Economics and Statistics* 133(2): 133–151.

Baltensperger, E. und T.J. Jordan. 1997b. Seignorage, banking, and the optimal quantity of money. *Journal of Banking and Finance* 21(6): 781–796.

Baltensperger, E. und T.J. Jordan. 1998. Seignorage and the transfer of central bank profits to the government. *Kyklos* 51(1): 73–88.

Barro, R.J. 1982. Measuring the Fed's revenue from money creation. *Economic Letters* 10: 327–332.

Brenner, Beat. 1992. Gefährliche Gelüste bei der Verteilung des Nationalbankgewinns. *Neue Zürcher Zeitung* 213(20): 31.

Brenner, Beat. 1996. Drastischer Buchverlust der Nationalbank; Folgen der Dollarschwäche – gefährdete Ausschüttungen? *Neue Zürcher Zeitung* 217(2): 19.

Bischof, U. und D. Heller. 1998. Notenbanken in einer bargeldlosen Wirtschaft: Konsequenzen des Vordringens elektronischen Geldes. *Neue Zürcher Zeitung* 219(178): 21.

Drazen, A. 1985. A general measure of inflation tax revenues. *Economic Letters* 17: 327–330.

Feldstein, M. 1996. The costs and benefits of going from low inflation to price stability. Working Paper 5469, NBER.

Friedman, M. 1969. The optimum quantity of money. In: *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, 1–50. Chicago: Aldine Publishing Company.

Groeneveld, J.M. und A. Visser. 1997. Seignorage, electronic money and financial independence of central banks. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review* 200: 69–88.

Johnson, H.G. 1969. A note on seignorage and the social saving from substituting credit for commodity money. In: *Monetary Problems of the International Economy*, Hrsg. R.A. Mundell und A. Swoboda, 323–329. Chicago: University of Chicago Press.

Klein, M. und M.J. Neumann. 1990. Seignorage: What is it and who gets it? *Weltwirtschaftliches Archiv* 126(2): 205–221.

Lucas, Jr, R.E. 1986. Principles of fiscal and monetary policy. *Journal of Monetary Economics* 17: 117–134.

Mankiw, G.N. 1987. The optimal collection of seignorage: Theory and evidence. *Journal of Monetary Economics* 20(2): 327–341.

Marty, A.L. 1976. A note on the welfare cost of money creation. *Journal of Monetary Economics* 2(1): 121–124.

Marty, A.L. 1978. Inflation, taxes, and the public dept. *Journal of Money, Credit and Banking* 10(4): 437–452.

Niehans, J. 1978. *Theory of Money*. Baltimore: The Johns Hopkins University Press.

Phelps, E.S. 1973. Inflation in the theory of public finance. *The Swedish Journal of Economics* 75(1): 67–82.

Phelps, E.S. 1961. The golden rule of accumulation: A fable for growthmen. *American Economic Review* 51: 638–643.

Tödter, K.-H. und G. Ziebarth. 1997. Preisstabilität oder geringe Inflation für Deutschland? Diskussionspapier 3/97, Deutsche Bundesbank.

Van Suntum, U. 1982. Die volkswirtschaftliche Bedeutung von Zentralbankgewinnen. *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen* 1. Heft: 18–20.

Von Ungern-Sternberg, T. 1996. *The Swiss National Bank and seignorage*. Working Paper 9601, DEEP, Universität Lausanne.

Woodford, M. 1990. The optimum quantity of money. In: *Handbook of Monetary Economics*, Volume II, Hrsg. B. Friedman und F. Hahn, 1068–1152. Amsterdam: Elsevier Science Publishers.

Die Entwicklung der Direktinvestitionen im Jahre 1997

Die schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland

Kapitalexporte

Die schweizerischen Unternehmen erhöhten die Kapitalexporte für Direktinvestitionen im Ausland im Jahre 1997 gegenüber dem Vorjahr um einen Fünftel auf 24,3 Mrd. Franken. Damit hielt die Schweiz mit der international beobachteten Entwicklung Schritt. Die Kapitalexporte für Akquisitionen und Kapitalerhöhungen stiegen um 1,1 Mrd. auf 14,3 Mrd. Franken. Die Investitionen in Form von reinvestierten Erträgen der ausländischen Tochtergesellschaften nahmen besonders stark um 30% auf 8,5 Mrd. Franken zu.

Im Industriesektor erhöhten alle Branchen mit Ausnahme der Gruppe «Nahrungsmittel und übrige Industrien» die Kapitalexporte. Die Branchengruppe «Chemie» steigerte die Kapitalexporte im Jahre 1997 vor allem akquisitionsbedingt um 6,4 Mrd. auf 8,5 Mrd. Franken. Mit rund 35% aller Kapitalexporte nahm die Chemieindustrie die Spitzenposition ein. Dabei ist in Rechnung zu stellen, dass sich die Finanzierung einzelner Akquisitionen über zwei Jahre erstreckt und damit auch noch in der Statistik für 1998 erscheinen wird. Die Metall- und Maschinenindustrie verdreifachte die Direktinvestitionen vor allem durch eine markante Zunahme der zurückbehaltenen Gewinne von 0,8 Mrd. auf 2,6 Mrd. Franken.

Die Auslandsinvestitionen des Dienstleistungssektors gingen von einem ausserordentlich hohen Wert von 11,4 Mrd. im Vorjahr auf 8,2 Mrd. Franken zurück. Sie übertrafen aber immer noch den Durchschnitt der letzten fünf Jahre deutlich. Die Versicherungen reduzierten die Direktinvestitionen im Ausland gegenüber dem Vorjahr von 7,6 Mrd. auf 1,7 Mrd. Franken. Im Vorjahr waren die Kapitalexporte der Versicherungen stark von einzelnen Grossakquisitionen dominiert gewesen. Die Finanz- und Holdinggesellschaften verdoppelten annähernd ihre Direktinvestitionen im Ausland und nahmen damit den zweiten Platz hinter der Chemieindustrie ein. Der Mittelabfluss der Banken erreichte mit 1,8 Mrd. Franken den höchsten Stand seit 1989 (2,7 Mrd.). In Nordamerika wurden die Mittel vor allem für Akquisitionen und Kapitalaufstockungen eingesetzt, während die Direktinvestitionen der Banken in der EU mehrheitlich in Form von zurückbehaltenen Gewinnen der ausländischen Tochtergesellschaften finanziert wurden.

Die Kapitalexporte in die EU-Länder erreichten im Jahre 1997 mit annähernd 13 Mrd. Franken den hohen Stand vom Vorjahr. Davon flossen je rund 4 Mrd. Franken nach Deutschland und in das Vereinig-

te Königreich. In Frankreich wurden im Jahre 1997 praktisch keine Direktinvestitionen getätigt. In Belgien und Luxemburg wurde das Kapital sogar um rund 0,6 Mrd. respektive 0,9 Mrd. Franken abgebaut. Die Kapitalexporte in die Vereinigten Staaten stiegen infolge reger Übernahmetätigkeit von 3,4 Mrd. im Vorjahr auf einen Höchststand von annähernd 8 Mrd. Franken im Jahre 1997.

Die Unternehmen erhöhten die Kapitalexporte in die Entwicklungsländer markant von 1,1 Mrd. auf 1,7 Mrd. Franken. Die Kapitalexporte in die Schwellenländer wurden gegenüber dem Vorjahr auf 0,7 Mrd. Franken halbiert. In den durch die Finanzkrise erschütterten Ländern Ostasiens reduzierten die schweizerischen Unternehmen die Kapitalexporte. Aus Japan und Südkorea zogen sie sogar Mittel ab.

Kapitalbestand

Der schweizerische Kapitalbestand im Ausland nahm gegenüber dem Vorjahr infolge der hohen Kapitalexporte sowie Wechselkursbedingt um 22% auf 232 Mrd. Franken zu.

Ende 1997 entfiel auf die Vereinigten Staaten, dem wichtigsten Standort, rund ein Viertel der Kapitalbestände. Die fünfzehn EU-Länder vereinigten rund die Hälfte der Kapitalbestände auf sich, wobei das Vereinigte Königreich vor Deutschland, den Niederlanden und Frankreich an der Spitze stand. Rund 5% der Kapitalbestände entfielen auf Asien. Mit Ausnahme von Japan, den Philippinen, Indonesien und Thailand wiesen die asiatischen Länder höhere Kapitalbestände auf.

Der Dienstleistungssektor steigerte den Kapitalbestand gegenüber dem Vorjahr um 28 Mrd. auf 131 Mrd. Franken. Die markanteste Zunahme entfiel auf die Banken und Versicherungen. Bei den erhobenen Kapitalbeständen handelt es sich um Buchwerte. Die Umstellung einiger Banken und Versicherungen von nationalen auf internationale Rechnungslegungsvorschriften (IAS, US-GAAP) führte zu einer markanten Höherbewertung der Auslandsbeteiligungen. Die Transport- und Kommunikationsbranche sowie die übrigen Dienstleistungsbranchen verminderten den Kapitalbestand.

Der Kapitalbestand des Industriesektors stieg um 14 Mrd. auf 101 Mrd. Franken. Mit Ausnahme der Textilien- und Bekleidungsbranche erhöhten alle Industriebranchen die Kapitalbestände.

Personalbestand

Die Schweizerischen Unternehmen erhöhten das Personal im Ausland gegenüber dem Vorjahr markant um 130 000 auf 1,59 Mio. Beschäftigte. Nachdem in den Vorjahren Personal abgebaut worden war, erfolgte in Deutschland (+46 000), den Vereinigten Staaten (+23 000) und Italien (+11 000) eine starke Zunahme. Auch in den Entwicklungsländern (+22 000) sowie in Mittel- und Osteuropa (+8000) wurde der Personalbestand erhöht. Die höchsten Personalbestände entfielen auf die Vereinigten Staaten, gefolgt von Deutschland, Frankreich, dem Vereinigten Königreich und Brasilien. In der Kategorie Entwicklungsländer beschäftigten die schweizerischen Unternehmen in der Volksrepublik China, Indien und Indonesien am meisten Personal.

Zwei Drittel des Personalzuwachses im Ausland (+87 000) entfiel auf die Gruppe Finanz- und Holdinggesellschaften. Der Personalbestand im Dienstleistungssektor nahm bedeutend stärker zu als in der Industrie. Die «Chemie» steigerte den Personalbestand im Ausland vor allem durch Akquisitionen um 28 000 Personen.

Die ausländischen Direktinvestitionen in der Schweiz

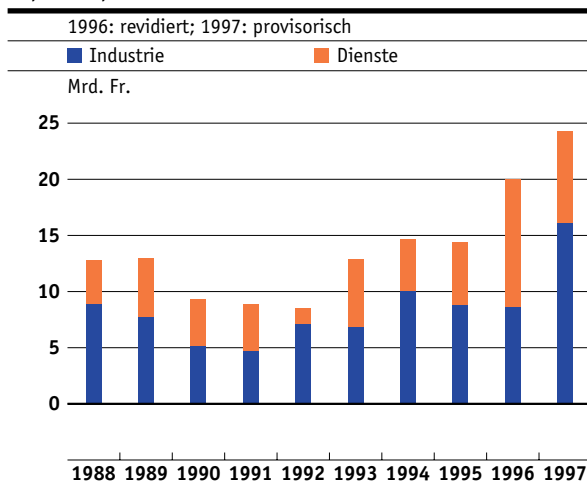
Kapitalimporte

Die Direktinvestitionszuflüsse stiegen von 3,8 Mrd. Franken im Vorjahr auf 7,2 Mrd. Franken im Jahre 1997. Die Kapitalimporte für Übernahmen, Kapitalerhöhungen sowie Firmengründungen nahmen markant auf 3,7 Mrd. Franken zu.

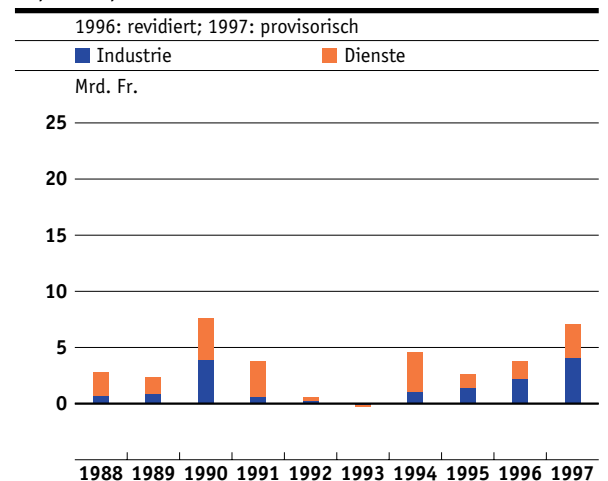
Die EU-Länder steigerten die Investitionen in der Schweiz von 2,2 Mrd. im Vorjahr auf 5,9 Mrd. Franken im Jahre 1997. Der grösste Teil der Mittel stammte aus Deutschland (2,6 Mrd.) und Luxemburg (1,6 Mrd. Franken). Die Kapitalimporte aus den Vereinigten Staaten gingen etwas zurück. Unter dem Einfluss der Finanzkrise zogen japanische Banken Kapital von Tochtergesellschaften in der Schweiz ab.

Die ausländischen Direktinvestitionen im Industriesektor stiegen in den letzten vier Jahren stetig an. Nachdem im Jahre 1993 noch desinvestiert worden war, erreichten die Kapitalzuflüsse in den industriellen Sektor im Jahre 1997 mit 4,1 Mrd. Franken einen Höchststand. Die finanziellen Mittel gingen

Kapitalexporte Grafik 1



Kapitalimporte Grafik 2



fast ausschliesslich in die Branchen «Chemie» (2,4 Mrd. Franken) und «Metalle» (1,5 Mrd. Franken).

Die Kapitalimporte der Finanz- und Holdinggesellschaften nahmen gegenüber dem Vorjahr markant auf 1,9 Mrd. Franken zu. Während die nordamerikanischen Finanz- und Holdinggesellschaften 0,3 Mrd. Franken desinvestierten (Vorjahr: +1,1 Mrd.), erhöhten die Gesellschaften aus den EU-Ländern die Investitionen auf 2 Mrd. Franken (Vorjahr: -1,1 Mrd.). Die Kapitalimporte im Bankenbereich und im Versicherungssektor entsprachen dem Vorjahr. Tiefere Zuflüsse wies die Gruppe Handelsgesellschaften aus.

Kapitalbestand

Der ausländische Kapitalbestand in der Schweiz erhöhte sich im Jahre 1997 um 13% auf 82 Mrd. Franken. Auf Grund der regen Akquisitionstätigkeit nahm der Kapitalbestand im Industriesektor kräftig zu. Auf diesen Sektor entfielen erstmals fast 20% des gesamten ausländischen Kapitalbestands in der Schweiz.

Die Investoren aus der EU erhöhten den Kapitalbestand um 16% auf 58 Mrd. Franken. Luxemburgische (+91%), belgische (+80%) und deutsche (+49%) Investoren steigerten den Kapitalbestand in der Schweiz überdurchschnittlich. Der bereits hohe Anteil der EU-Länder am ausländischen Kapitalbestand in der Schweiz stieg dadurch von 69% im Vorjahr auf 71% im Jahre 1997. Die Anteile der USA und Japans verminderten sich dagegen.

Direktinvestitionssaldo

Der Direktinvestitionssaldo aus Kapitalexporten und Kapitalimporten zeigt für die Schweiz traditionellerweise einen Überschuss der Exporte über die Importe. Die schweizerische Wirtschaft investierte mehr im Ausland als umgekehrt. Im Jahre 1997 stieg der Direktinvestitionssaldo um 1 Mrd. Franken auf 17,1 Mrd. Franken. Von 1990-1997 betrug der kumulierte Direktinvestitionssaldo 83 Mrd. Franken. Das gleiche Bild zeigt sich auch bei den Beständen. Im Jahre 1997 überstiegen die schweizerischen Direktinvestitionsbestände im Ausland die ausländischen Direktinvestitionsbestände in der Schweiz um 150 Mrd. Franken. Nach Ländern gegliedert war der Überschuss gegenüber den Vereinigten Staaten mit rund 39 Mrd. Franken am höchsten. Gegenüber dem Vereinigten Königreich betrug er 26 Mrd. und gegenüber Deutschland 5 Mrd. Franken.

Kapitalimporte in Mrd. Franken

Tabelle 1

	1993	1994	1995	1996	1997
Total	-0,1	4,6	2,6	3,8	7,2
davon Finanz- und Holdinggesellschaften	-0,4	1,7	-1,1	0,1	1,9
Total ohne Finanz- und Holdinggesellschaften	0,3	2,9	3,7	3,7	5,3

Schweizerische Direktinvestitionen im Ausland
Ländergliederung der Kapitalexporte¹ in Mio. Franken

Tabelle 1.1

	1993	1994	1995	1996 ^f	1997 ^p
1. Industrieländer	9 600	14 290	14 007	17 500	21 856
EU	2 697	6 873	6 210	12 522	12 615
Belgien	889	-551	1 042	488	-602
Dänemark	-3	166	21	49	26
Deutschland	-245	784	1 171	2 629	4 123
Finnland	²	²	56	137	156
Frankreich	1 451	1 287	127	338	-12
Griechenland	26	95	79	109	86
Irland	215	191	324	342	546
Italien	-281	148	424	769	1 015
Luxemburg	137	412	200	192	-903
Niederlande	-550	1 078	1 143	-193	2 957
Österreich	²	²	89	-252	338
Portugal	-22	34	27	91	293
Schweden	²	²	85	539	620
Spanien	-122	-81	572	118	58
Vereinigtes Königreich ³	1 202	3 309	851	7 170	3 915
EFTA	593	1 174	41	54	172
davon					
Österreich	246	557	⁴	⁴	⁴
Schweden	69	535	⁴	⁴	⁴
Mittel- und Osteuropa	162	334	901	361	320
davon					
Kroatien	6	14	4	5	4
Polen	38	159	236	113	173
Russische Föderation	-8	56	37	100	47
Tschechische Republik	54	34	573	61	-19
Ungarn	34	52	31	62	71
Übriges Europa	32	24	121	49	310
davon					
Türkei	41	-8	96	0	47
Nordamerika	5 722	6 105	5 978	3 709	8 080
Kanada	407	825	-166	335	291
Vereinigte Staaten	5 315	5 280	6 144	3 373	7 789
Übrige Industrieländer	394	-220	756	806	359
Japan	88	-268	-35	305	-180
Südafrika	37	48	151	93	161
Australien	273	-6	609	401	113
Neuseeland	-4	7	31	7	265

	1993	1994	1995	1996 ^r	1997 ^p
2. Schwellenländer	1 293	863	-55	1 406	726
Lateinamerika	582	103	186	260	-225
Argentinien	46	47	28	65	-34
Brasilien	308	-54	127	-10	-329
Chile	106	27	35	83	26
Mexiko	122	84	-3	121	112
Asien	710	760	-242	1 146	951
Hongkong	300	420	-547	21	246
Korea (Süd-)	12	29	19	66	-61
Malaysia	104	8	17	233	51
Philippinen	74	14	-8	39	49
Singapur	127	110	175	542	470
Taiwan	70	93	61	22	47
Thailand	23	86	41	224	148
3. Entwicklungsländer	2 056	-392	487	1 057	1 716
Lateinamerika (inkl. Karibik)	1 891	-692	2	-267	839
davon					
Costa Rica	-3	-16	45	10	-1
Ecuador	15	4	11	80	27
Guatemala	19	-5	4	-176	60
Kolumbien	19	90	7	82	34
Panama	17	442	83	131	364
Peru	2	9	19	-9	156
Uruguay	40	56	92	172	217
Venezuela	46	-1	-5	121	95
Afrika	25	54	25	90	230
davon					
Ägypten	12	33	34	18	92
Elfenbeinküste	-10	-6	6	17	16
Marokko	6	-1	8	19	32
Nigeria	6	14	-2	1	-9
Asien	140	246	459	1 234	648
davon					
China (Volksrepublik)	32	168	342	378	270
Indien	56	31	13	370	161
Indonesien	21	15	46	177	133
Libanon	-27	3	9	8	2
Pakistan	3	-17	23	22	34
Saudi-Arabien	2	33	4	3	43
Vereinigte Arabische Emirate	7	10	3	3	15
Alle Länder	12 949	14 761	14 438	19 964	24 298

1 Minus (-) bedeutet einen Kapitalrückfluss in die Schweiz (Desinvestition).

2 bis 1994 Mitglied der EFTA
3 inkl. Guernsey, Jersey und Insel Man
4 ab 1995 Mitglied der EU

r revidiert
p provisorisch

Schweizerische Direktinvestitionen im Ausland
Ländergliederung des Kapitalbestandes in Mio. Franken

Tabelle 1.2

	1993	1994	1995 ^f	1996 ^f	1997 ^p	Veränderung zum Vorjahr in Prozent
1. Industrieländer	105 413	118 579	132 749	155 201	187 582	21
EU	61 133	66 589	78 524	89 209	111 707	25
Belgien	3 417	3 209	3 891	3 618	3 182	-12
Dänemark	498	799	551	613	519	-15
Deutschland	12 214	12 436	13 495	13 967	19 514	40
Finnland	1	1	868	1 162	1 308	13
Frankreich	12 593	12 849	12 542	12 839	12 462	-3
Griechenland	316	402	417	517	589	14
Irland	1 596	1 748	2 569	4 197	6 805	62
Italien	5 370	4 957	5 313	6 617	7 615	15
Luxemburg	2 829	3 285	3 454	4 568	4 130	-10
Niederlande	7 929	9 149	11 558	11 185	16 155	44
Österreich	1	1	2 482	2 441	2 879	18
Portugal	449	579	663	785	993	26
Schweden	1	1	3 044	3 439	3 188	-7
Spanien	2 788	2 672	3 216	3 577	4 135	16
Vereinigtes Königreich ²	11 134	14 506	14 463	19 686	28 234	43
EFTA	5 788	6 293	717	1 434	1 312	-9
davon						
Österreich	2 312	2 526	3	3	3	3
Schweden	2 158	2 030	3	3	3	3
Mittel- und Osteuropa	699	994	1 879	2 194	3 028	38
davon						
Kroatien	39	77	99	99	145	46
Polen	128	276	485	570	758	33
Russische Föderation	10	6	62	132	411	211
Tschechische Republik	234	198	831	964	1 152	20
Ungarn	137	193	205	228	337	48
Übriges Europa	388	547	578	664	954	44
davon						
Türkei	308	271	414	359	385	7
Nordamerika	30 488	36 967	43 936	52 586	62 380	19
Kanada	3 283	4 320	3 455	5 029	5 367	7
Vereinigte Staaten	27 205	32 647	40 481	47 557	57 014	20
Übrige Industrieländer	6 918	7 190	7 115	9 114	8 201	-10
Japan	3 974	4 154	3 597	4 374	4 109	-6
Südafrika	817	761	883	1 053	1 050	0
Australien	1 964	2 102	2 467	3 548	2 612	-26
Neuseeland	163	173	168	139	430	209

	1993	1994	1995 ^r	1996 ^r	1997 ^p	Veränderung zum Vorjahr in Prozent
2. Schwellenländer	10 560	12 188	11 863	14 044	15 452	10
Lateinamerika	6 942	7 342	7 216	8 528	8 796	3
Argentinien	443	443	491	570	661	16
Brasilien	4 214	4 605	4 385	4 926	4 353	-12
Chile	413	846	903	1 170	1 439	23
Mexiko	1 872	1 448	1 437	1 863	2 344	26
Asien	3 618	4 846	4 647	5 516	6 656	21
Hongkong	1 485	2 214	1 819	1 524	2 439	60
Korea (Süd-)	187	213	215	323	343	6
Malaysia	341	382	384	857	921	7
Philippinen	213	255	254	393	325	-17
Singapur	606	749	911	1 444	1 814	26
Taiwan	381	523	541	282	355	26
Thailand	404	509	523	693	459	-34
3. Entwicklungsländer	19 506	16 890	19 310	21 393	28 691	34
Lateinamerika (inkl. Karibik)	17 205	14 438	16 524	17 218	23 329	35
davon						
Costa Rica	96	70	120	126	188	49
Ecuador	189	196	180	243	327	35
Guatemala	58	42	53	59	133	125
Kolumbien	414	439	552	471	684	45
Panama	676	1 218	-348	-1 699	-1 756	
Peru	72	76	95	116	250	116
Uruguay	126	144	81	175	254	45
Venezuela	315	217	232	374	730	95
Afrika	1 142	1 152	1 178	1 290	1 626	26
davon						
Ägypten	114	139	157	193	326	69
Elfenbeinküste	96	70	84	120	121	1
Marokko	197	230	263	240	340	42
Nigeria	40	56	42	42	44	5
Asien	1 159	1 300	1 609	2 886	3 736	29
davon						
China (Volksrepublik)	80	263	474	888	1 363	53
Indien	168	195	173	566	745	32
Indonesien	201	201	261	366	303	-17
Libanon	79	77	88	115	130	13
Pakistan	109	84	106	127	134	6
Saudi-Arabien	218	238	191	164	230	40
Vereinigte Arabische Emirate	54	61	56	72	104	44
Alle Länder	135 479	147 656	163 922	190 638	231 725	22

1 bis 1994 Mitglied der EFTA

r revidiert

2 inkl. Guernsey, Jersey und Insel Man

p provisorisch

3 ab 1995 Mitglied der EU

Schweizerische Direktinvestitionen im Ausland
Ländergliederung des Personalbestandes (Jahresende)

Tabelle 1.3

	1993	1994	1995 ^f	1996 ^f	1997 ^p	Veränderung zum Vorjahr in Prozent
1. Industrieländer	1 096 335	1 111 173	1 114 004	1 107 705	1 205 964	9
EU	644 848	619 316	703 624	698 666	762 823	9
Belgien	28 073	26 005	26 601	25 101	25 092	0
Dänemark	7 980	11 731	11 039	11 355	10 705	-6
Deutschland	224 482	211 103	204 082	188 633	235 126	25
Finnland	1	1	14 005	12 404	13 251	7
Frankreich	128 486	128 976	122 630	136 290	133 065	-2
Griechenland	5 987	6 238	6 192	6 302	6 237	-1
Irland	3 085	3 177	4 386	3 459	4 624	34
Italien	67 335	61 231	60 424	56 110	66 679	19
Luxemburg	1 027	1 353	1 459	1 651	1 679	2
Niederlande	28 010	29 452	28 233	29 865	32 437	9
Österreich	1	1	41 900	38 215	41 570	9
Portugal	8 692	11 797	11 399	10 169	10 993	8
Schweden	1	1	40 338	40 668	37 389	-8
Spanien	50 361	37 394	40 436	44 577	45 635	2
Vereinigtes Königreich ²	91 330	90 859	90 500	93 867	98 341	5
EFTA	102 725	108 932	14 751	14 687	13 348	-9
davon						
Österreich	41 600	43 488	3	3	3	3
Schweden	37 348	40 349	3	3	3	3
Mittel- und Osteuropa	34 293	42 667	61 266	66 525	74 482	12
davon						
Kroatien	2 441	2 498	2 903	2 799	2 722	-3
Polen	5 798	9 622	16 744	19 337	22 164	15
Russische Föderation	1 371	2 052	4 123	4 767	6 402	34
Tschechische Republik	14 464	12 260	20 170	22 892	19 708	-14
Ungarn	4 549	7 640	7 435	6 578	12 018	83
Übriges Europa	5 581	6 595	6 673	7 297	8 507	17
davon						
Türkei	5 406	5 953	6 252	6 892	8 032	17
Nordamerika	241 743	257 472	245 891	238 624	263 340	10
Kanada	25 764	26 026	27 413	25 271	27 068	7
Vereinigte Staaten	215 979	231 446	218 478	213 353	236 272	11
Übrige Industrieländer	67 145	76 191	81 799	81 906	83 464	2
Japan	21 661	29 358	28 037	27 818	28 437	2
Südafrika	20 746	21 625	25 601	25 321	25 304	0
Australien	21 326	21 965	24 583	25 174	21 591	-14
Neuseeland	3 412	3 243	3 578	3 593	8 132	126

	1993	1994	1995 ^r	1996 ^r	1997 ^p	Veränderung zum Vorjahr in Prozent
2. Schwellenländer	150 813	182 286	197 204	205 213	215 100	5
Lateinamerika	94 153	104 628	111 420	112 960	118 763	5
Argentinien	9 017	8 602	9 790	9 588	10 508	10
Brasilien	56 293	63 954	67 409	69 828	71 872	3
Chile	9 351	12 425	13 048	13 243	13 043	-2
Mexiko	19 492	19 647	21 173	20 301	23 340	15
Asien	56 660	77 658	85 784	92 253	96 338	4
Hongkong	10 033	12 540	13 255	13 273	15 258	15
Korea (Süd-)	3 631	4 068	4 365	3 640	4 037	11
Malaysia	8 505	12 791	14 635	15 183	14 296	-6
Philippinen	7 312	10 560	11 728	12 462	13 682	10
Singapur	7 873	7 637	8 590	9 403	11 586	23
Taiwan	3 075	5 873	6 914	7 231	7 175	-1
Thailand	16 231	24 189	26 297	31 061	30 304	-2
3. Entwicklungsländer	89 572	102 188	120 021	142 046	164 226	16
Lateinamerika (inkl. Karibik)	31 789	33 154	33 264	34 256	38 672	13
davon						
Costa Rica	2 031	2 387	3 233	3 224	3 292	2
Ecuador	2 571	4 111	3 421	4 479	4 497	0
Guatemala	588	1 128	1 245	1 261	1 456	15
Kolumbien	7 643	9 071	9 138	9 100	9 947	9
Panama	2 922	1 344	1 476	1 358	1 972	45
Peru	1 607	1 895	2 213	2 298	4 235	84
Uruguay	659	650	693	710	430	-39
Venezuela	9 633	8 150	6 831	7 214	7 297	1
Afrika	25 450	27 480	24 364	29 215	32 164	10
davon						
Ägypten	8 103	5 630	6 315	6 034	8 016	33
Elfenbeinküste	1 233	1 214	1 340	1 946	2 058	6
Marokko	2 956	3 560	3 259	3 635	4 438	22
Nigeria	5 399	4 532	5 297	7 988	7 727	-3
Asien	32 333	41 554	62 393	78 575	93 390	19
davon						
China (Volksrepublik)	4 034	8 620	16 490	24 250	29 523	22
Indien	12 348	12 339	21 449	22 772	24 410	7
Indonesien	4 714	5 960	8 534	10 586	13 236	25
Libanon	1 229	1 050	1 152	1 017	1 368	35
Pakistan	3 109	2 919	3 301	3 656	4 038	10
Saudi-Arabien	2 539	3 169	2 544	3 177	2 485	-22
Vereinigte Arabische Emirate	958	2 056	2 307	1 769	1 338	-24
Alle Länder	1 336 720	1 395 647	1 431 229	1 454 964	1 585 290	9

1 bis 1994 Mitglied der EFTA
2 inkl. Guernsey, Jersey und Insel Man

3 ab 1995 Mitglied der EU
r revidiert
p provisorisch

Schweizerische Direktinvestitionen im Ausland
Kapitalexporte nach Branchen und Sektoren¹ in Mio. Franken

Tabelle 1.4

	1993	1994	1995	1996 ^r	1997 ^p
Industrie	6 814	10 043	8 838	8 551	16 063
Textilien und Bekleidung	21	-8	43	-8	118
Chemie und Kunststoffe	2 876	4 916	3 273	2 074	8 503
Metalle und Maschinen	569	1 375	1 423	766	2 598
Elektronik, Energie, Optik und Uhren	636	1 116	1 086	2 919	3 602
Nahrungsmittel, übrige Industrien und Bau	2 711	2 645	3 013	2 800	1 243
Dienste	6 135	4 718	5 600	11 413	8 235
Handel	1 807	605	1 269	-4	571
Finanz- und Holdinggesellschaften	1 695	380	-38	2 087	3 792
davon ausländisch beherrscht ²	1 360	32	-630	2 074	2 807
Banken	417	1 494	1 308	551	1 836
Versicherungen	2 194	1 487	2 209	7 597	1 732
Transporte und Kommunikation	-23	429	499	940	214
Übrige Dienste	44	323	353	241	91
Total	12 949	14 761	14 438	19 964	24 298

Schweizerische Direktinvestitionen im Ausland
Kapitalbestand nach Branchen und Sektoren in Mio. Franken

Tabelle 1.5

	1993	1994	1995 ^r	1996 ^r	1997 ^p	Veränderung zum Vorjahr in Prozent
Industrie	66 593	70 857	82 087	87 266	100 794	16
Textilien und Bekleidung	648	830	885	845	724	-14
Chemie und Kunststoffe	25 614	25 481	31 794	30 270	34 924	15
Metalle und Maschinen	9 618	10 163	10 679	11 398	15 359	35
Elektronik, Energie, Optik und Uhren	12 476	14 139	16 080	17 550	20 001	14
Nahrungsmittel, übrige Industrien und Bau	18 237	20 244	22 649	27 204	29 787	9
Dienste	68 886	76 800	81 835	103 372	130 930	27
Handel	8 460	9 321	8 355	6 358	7 292	15
Finanz- und Holdinggesellschaften	27 658	29 989	30 537	33 699	39 868	18
davon ausländisch beherrscht ²	24 755	26 520	27 067	30 760	35 849	17
Banken	10 815	13 293	14 072	16 398	23 972	46
Versicherungen	17 697	19 170	23 562	40 120	54 597	36
Transporte und Kommunikation	1 627	1 968	2 410	3 519	2 524	-28
Übrige Dienste	2 629	3 059	2 900	3 278	2 678	-18
Total	135 479	147 656	163 922	190 638	231 725	22

1 Minus (-) bedeutet einen Kapitalrückfluss in die Schweiz (Desinvestition).

2 Als ausländisch beherrscht gelten Unternehmen, deren Kapital mehrheitlich in ausländischer Hand ist.

r revidiert
p provisorisch

Schweizerische Direktinvestitionen im Ausland
Personalbestand nach Branchen und Sektoren (Jahresende)

Tabelle 1.6

	1993	1994	1995 ^r	1996 ^r	1997 ^p	Veränderung zum Vorjahr in Prozent
Industrie	837 575	902 534	920 578	915 749	958 447	5
Textilien und Bekleidung	20 673	45 179	44 249	44 441	43 312	-3
Chemie und Kunststoffe	173 590	185 242	175 832	165 868	193 562	17
Metalle und Maschinen	131 973	140 435	147 448	149 475	164 154	10
Elektronik, Energie, Optik und Uhren	246 464	263 601	259 370	257 666	260 130	1
Nahrungsmittel, übrige Industrien und Bau	264 875	268 077	293 679	298 299	297 289	0
Dienste	499 145	493 113	510 651	539 215	626 843	16
Handel	86 847	80 290	77 745	71 571	73 020	2
Finanz- und Holdinggesellschaften	230 152	232 716	237 703	254 986	341 543	34
davon ausländisch beherrscht ¹	211 468	215 878	220 003	239 630	327 162	37
Banken	17 218	18 110	23 084	24 849	33 719	36
Versicherungen	72 238	64 561	65 868	72 074	72 233	0
Transporte und Kommunikation	43 247	46 982	43 046	53 827	40 266	-25
Übrige Dienste	49 443	50 454	63 205	61 908	66 062	7
Total	1 336 720	1 395 647	1 431 229	1 454 964	1 585 290	9

1 Als ausländisch beherrscht
 gelten Unternehmen, deren
 Kapital mehrheitlich in ausländischer Hand ist.

r revidiert
 p provisorisch

Schweizerische Direktinvestitionen im Ausland
Kapitalexporte¹ nach Kapitalart und Ländergruppen in Mio. Franken

Tabelle 1.7

	1993	1994	1995	1996 ^f	1997 ^p
Reinvestierte Erträge					
Industrieländer	2 672	2 009	2 941	5 256	6 811
EU	924	164	1 225	3 776	4 843
EFTA	388	624	36	38	116
Mittel-, Osteuropa	8	13	-53	89	-32
Übriges Europa	-5	2	28	51	107
Nordamerika	1 396	1 095	1 625	1 247	1 533
Übrige Industrieländer ²	-38	113	79	55	245
Schwellenländer	592	800	289	445	89
Asien ³	362	254	198	481	112
Lateinamerika ⁴	230	547	92	-36	-23
Entwicklungsländer	1 667	648	481	764	1 565
Afrika	-40	5	-20	48	84
Asien, Ozeanien	55	53	-4	24	-88
Lateinamerika ⁵	1 652	590	504	692	1 569
Alle Länder	4 931	3 457	3 711	6 465	8 465

	1993	1994	1995	1996 ^f	1997 ^p
Übriges Eigenkapital					
Industrieländer	5 428	13 288	8 568	12 151	11 527
EU	2 415	7 314	3 843	8 743	8 415
EFTA	220	349	3	-4	53
Mittel-, Osteuropa	112	251	925	179	332
Übriges Europa	26	34	72	45	193
Nordamerika	1 999	5 625	3 323	3 016	2 513
Übrige Industrieländer ²	658	-285	402	173	21
Schwellenländer	680	-535	197	811	361
Asien ³	355	-60	80	865	609
Lateinamerika ⁴	325	-475	118	-54	-248
Entwicklungsländer	1 001	-1 510	874	144	2 364
Afrika	62	41	44	40	78
Asien, Ozeanien	52	98	432	1 047	649
Lateinamerika ⁵	888	-1 650	398	-943	1 638
Alle Länder	7 109	11 244	9 638	13 106	14 253

	1993	1994	1995	1996 ^r	1997 ^p
Kredite					
Industrieländer	1 500	-1 008	2 499	94	3 518
EU	-641	-605	1 141	4	-643
EFTA	-14	202	2	20	3
Mittel-, Osteuropa	43	70	29	93	19
Übriges Europa	12	-12	21	-47	11
Nordamerika	2327	-615	1 030	-554	4 034
Übrige Industrieländer ²	-226	-48	275	578	94
Schwellenländer	21	597	-542	150	276
Asien ³	-7	566	-519	-200	230
Lateinamerika ⁴	28	31	-23	350	46
Entwicklungsländer	-612	471	-868	149	-2 213
Afrika	3	8	1	2	69
Asien, Ozeanien	33	95	31	163	87
Lateinamerika ⁵	-648	368	-900	-16	-2 368
Alle Länder	909	61	1 089	392	1 581

	1993	1994	1995	1996 ^r	1997 ^p
Total					
Industrieländer	9 600	14 290	14 007	17 500	21 856
EU	2 697	6 873	6 210	12 522	12 615
EFTA	593	1174	41	54	172
Mittel-, Osteuropa	162	334	901	361	320
Übriges Europa	32	24	121	49	310
Nordamerika	5 722	6 105	5 978	3 709	8 080
Übrige Industrieländer ²	394	-220	756	806	359
Schwellenländer	1 293	863	-55	1 406	726
Asien ³	710	760	-242	1 146	951
Lateinamerika ⁴	582	103	186	260	-225
Entwicklungsländer	2 056	-392	487	1 057	1 716
Afrika	25	54	25	90	230
Asien, Ozeanien	140	246	459	1 234	648
Lateinamerika ⁵	1 891	-692	2	-267	839
Alle Länder	12 949	14 761	14 438	19 964	24 298

1 Minus (-) bedeutet einen Kapitalrückfluss in die Schweiz (Desinvestition).

2 Japan, Südafrika, Australien, Neuseeland

3 Hongkong, Korea (Süd-), Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan, Thailand

4 Argentinien, Brasilien, Chile, Mexiko

5 inkl. Karibik
r revidiert
p provisorisch

Ausländische Direktinvestitionen in der Schweiz
Kapitalimporte nach Herkunftsländern¹ in Mio. Franken

Tabelle 2.1

	1993	1994	1995	1996 ^r	1997 ^p
1. Industrieländer	-398	4 572	2 599	3 790	7 158
EU	-924	1 784	2 509	2 233	5 889
davon					
Belgien	59	47	23	70	-17
Dänemark	-19	-2	0	9	21
Deutschland	-194	777	441	1 308	2 583
Frankreich	44	232	-33	571	517
Italien	-436	22	-65	-807	118
Luxemburg	-60	374	179	317	1 619
Niederlande	-246	406	1 884	381	818
Österreich	²	²	30	1	68
Schweden	²	²	374	337	165
Spanien	1	6	7	10	18
Vereinigtes Königreich ³	-76	-68	126	-170	-161
EFTA	72	540	0	0	2
davon					
Österreich	50	-13	4	4	4
Schweden	45	543	4	4	4
Übriges Europa	8	5	12	30	86
davon					
Türkei	8	5	12	30	86
Nordamerika	428	2 273	363	1 476	1 261
Kanada	122	-177	16	-50	-46
Vereinigte Staaten	306	2 450	346	1 526	1 307
Übrige Industrieländer	16	-23	-315	45	-101
davon					
Japan	16	-23	-315	-15	-326
2. Schwellenländer	7	-10	16	21	-65
3. Entwicklungsländer	268	42	14	-6	78
Afrika	2	2	2	2	2
Asien	144	43	41	-42	32
davon					
Israel	34	22	36	-46	18
Lateinamerika (inkl. Karibik)	123	-4	-29	34	44
Alle Länder	-123	4 604	2 629	3 805	7 171

1 Minus (-) bedeutet einen Kapitalabfluss aus der Schweiz (Desinvestition).

2 bis 1994 Mitglied der EFTA
 3 inkl. Guernsey, Jersey und Insel Man
 4 ab 1995 Mitglied der EU

r revidiert
 p provisorisch

Ausländische Direktinvestitionen in der Schweiz
Kapitalbestand nach Herkunftsländern (Jahresende) in Mio. Franken

Tabelle 2.2

	1993	1994	1995 ^r	1996 ^r	1997 ^p	Veränderung zum Vorjahr in Prozent
1. Industrieländer	55 946	62 667	64 657	71 682	80 699	13
EU	34 925	39 333	44 794	49 887	57 954	16
davon						
Belgien	439	401	465	595	1 072	80
Dänemark	185	165	153	169	207	22
Deutschland	6 601	7 948	7 801	9 474	14 113	49
Frankreich	10 160	9 532	9 894	10 483	10 306	-2
Italien	5 920	5 550	5 481	4 686	4 564	-3
Luxemburg	362	1 634	1 844	1 913	3 655	91
Niederlande	8 133	11 033	11 769	15 549	16 873	9
Österreich	1	1	357	327	370	13
Schweden	1	1	3 503	3 867	4 010	4
Spanien	240	177	183	245	257	5
Vereinigtes Königreich ²	2 860	2 696	3 073	2 260	2 092	-7
EFTA	3 344	3 726	21	16	16	0
davon						
Österreich	211	211	3	3	3	3
Schweden	2 783	3 157	3	3	3	3
Übriges Europa	68	78	79	110	112	2
davon						
Türkei	68	78	79	110	112	2
Nordamerika	13 975	15 856	16 389	17 668	18 700	6
Kanada	446	330	333	285	252	-12
Vereinigte Staaten	13 530	15 526	16 056	17 383	18 448	6
Übrige Industrieländer	3 540	3 600	3 259	3 863	3 763	-3
davon						
Japan	3 538	3 600	3 259	3 133	2 754	-12
2. Schwellenländer	73	47	65	95	56	-41
3. Entwicklungsländer	1 258	1 114	929	819	1 292	58
Afrika	57	59	61	61	67	10
Asien	753	693	588	507	630	24
davon						
Israel	363	306	397	286	332	16
Lateinamerika (inkl. Karibik)	448	362	280	251	595	137
Alle Länder	57 277	63 827	65 651	72 596	82 047	13

1 bis 1994 Mitglied der EFTA

2 inkl. Guernsey, Jersey und Insel Man

3 ab 1995 Mitglied der EU

r revidiert

p provisorisch

Ausländische Direktinvestitionen in der Schweiz
Kapitalimporte¹ nach Branchen, Sektoren und Ländergruppen in Mio. Franken

Tabelle 2.3

	1993	1994	1995	1996 ^f	1997 ^p
Alle Länder					
Industrie	-3	1 074	1 415	2 184	4 129
Chemie und Kunststoffe	122	378	231	946	2 393
Metalle und Maschinen	-100	-20	-30	-32	1 514
Elektronik, Energie, Optik und Uhren	18	645	529	1 015	215
Übrige Industrien und Bau	-43	71	686	255	6
Dienste	-120	3 530	1 214	1 622	3 042
Handel	24	820	289	380	133
Finanz- und Holdinggesellschaften	-406	1 741	-1 092	123	1 876
Banken ²	75	556	83	763	650
Versicherungen und übrige Dienste	187	413	1 935	356	382
Total	-123	4 604	2 629	3 805	7 171
EU und EFTA					
Industrie	-42	762	1 178	1 990	3 061
Chemie und Kunststoffe	29	190	71	946	1 559
Metalle und Maschinen	-99	-19	-29	-34	1 407
Elektronik, Energie, Optik und Uhren	33	528	449	816	16
Übrige Industrien und Bau	-5	64	687	262	78
Dienste	-810	1 562	1 331	243	2 830
Handel	-68	129	404	136	46
Finanz- und Holdinggesellschaften	-590	735	-831	-1 054	1 972
Banken ²	-146	503	-108	648	726
Versicherungen und übrige Dienste	-6	195	1 866	513	86
Total	-852	2 324	2 509	2 233	5 891

	1993	1994	1995	1996 ^r	1997 ^p
Nordamerika					
Industrie	68	314	215	194	1 044
Chemie und Kunststoffe	123	191	160	0	814
Metalle und Maschinen	0	0	-1	2	107
Elektronik, Energie, Optik und Uhren	-15	117	80	200	199
Übrige Industrien und Bau	-39	7	-24	-8	-77
Dienste	360	1 959	148	1 282	218
Handel	80	770	253	208	99
Finanz- und Holdinggesellschaften	95	986	-222	1 146	-319
Banken ²	-13	-20	48	85	142
Versicherungen und übrige Dienste	198	222	69	-158	296
Total	428	2 273	363	1 476	1 261

1 Minus (-) bedeutet einen Kapitalabfluss aus der Schweiz (Desinvestition).

2 In der Branche «Banken» sind die dem Bankengesetz unterstellten Institute enthalten. Finanzgesellschaften, die ab 1995 nicht mehr dem Bankengesetz unterstellt sind, werden bei den Finanz- und Holdinggesellschaften aufgeführt.

r revidiert
p provisorisch

Ausländische Direktinvestitionen in der Schweiz
Kapitalbestand nach Branchen, Sektoren und Ländergruppen (Jahresende) in Mio. Franken

Tabelle 2.4

	1993	1994	1995	1996 ^f	1997 ^p
Alle Länder					
Industrie	6 070	8 457	9 404	10 156	15 440
Chemie und Kunststoffe	1 065	2 447	2 372	2 333	5 146
Metalle und Maschinen	419	378	505	414	2 078
Elektronik, Energie, Optik und Uhren	3 644	4 496	4 914	5 737	6 576
Übrige Industrien und Bau	942	1 136	1 613	1 672	1 640
Dienste	51 207	55 371	56 247	62 440	66 606
Handel	8 787	10 995	9 110	9 708	9 777
Finanz- und Holdinggesellschaften	26 863	26 891	30 416	35 119	37 463
Banken ¹	14 042	15 421	13 968	14 731	15 325
Versicherungen und übrige Dienste	1 515	2 064	2 752	2 882	4 041
Total	57 277	63 827	65 651	72 596	82 047
EU und EFTA					
Industrie	4 428	6 026	7 194	8 116	11 884
Chemie und Kunststoffe	301	795	948	1 249	2 709
Metalle und Maschinen	390	351	479	386	1 960
Elektronik, Energie, Optik und Uhren	2 889	4 020	4 416	5 227	5 785
Übrige Industrien und Bau	848	861	1 351	1 255	1 430
Dienste	33 841	37 033	37 620	41 787	46 086
Handel	2 778	4 570	5 228	5 380	5 403
Finanz- und Holdinggesellschaften	21 865	21 792	22 576	25 636	28 397
Banken ¹	8 643	9 577	8 009	8 671	9 364
Versicherungen und übrige Dienste	555	1 094	1 808	2 100	2 922
Total	38 269	43 059	44 814	49 903	57 961

	1993	1994	1995	1996 ^r	1997 ^p
Nordamerika					
Industrie	1 604	2 405	2 188	2 040	3 183
Chemie und Kunststoffe	725	1 625	1 424	1 085	2 120
Metalle und Maschinen	29	28	26	28	118
Elektronik, Energie, Optik und Uhren	756	476	497	510	792
Übrige Industrien und Bau	94	275	241	417	154
Dienste	12 372	13 452	14 200	15 629	15 517
Handel	5 327	5 842	3 694	4 088	4 201
Finanz- und Holdinggesellschaften	4 632	4 768	7 594	8 484	7 815
Banken ¹	1 450	1 873	1 968	2 275	2 384
Versicherungen und übrige Dienste	963	970	944	782	1 117
Total	13 975	15 856	16 389	17 668	18 700

1 In der Branche «Banken» sind die dem Bankengesetz unterstellten Institute enthalten. Finanzgesellschaften, die ab 1995 nicht mehr dem Bankengesetz unterstellt sind, werden bei den Finanz- und Holdinggesellschaften aufgeführt.

r revidiert
p provisorisch

Ausländische Direktinvestitionen in der Schweiz
Kapitalimporte¹ nach Kapitalart und Herkunftsländern in Mio. Franken

Tabelle 2.5

	1993	1994	1995	1996 ^f	1997 ^p
Reinvestierte Erträge					
Industrieländer	1 113	3 731	768	2 889	698
EU und EFTA	393	1 688	438	1 314	2 467
Mittel-, Osteuropa	1	1	0	6	6
Übriges Europa	0	6	9	10	2
Nordamerika	660	2 001	377	1 502	-1 966
Übrige Industrieländer ²	59	35	-55	57	189
Schwellenländer	2	-6	0	0	3
Entwicklungsländer	49	55	48	41	81
Alle Länder	1 164	3 780	825	2 930	782

	1993	1994	1995	1996 ^f	1997 ^p
Übriges Eigenkapital					
Industrieländer	-314	250	2 452	1 548	3 768
EU und EFTA	-555	291	2 430	1 358	3 679
Mittel-, Osteuropa	1	-8	30	0	15
Übriges Europa	8	0	4	20	84
Nordamerika	252	-35	90	177	263
Übrige Industrieländer ²	-20	1	-103	-7	-275
Schwellenländer	10	0	0	0	-61
Entwicklungsländer	211	-1	5	-66	-1
Alle Länder	-93	249	2 464	1 502	3 705

	1993	1994	1995	1996 ^r	1997 ^p
Kredite					
Industrieländer	-1 197	592	-621	-646	2 693
EU und EFTA	-690	345	-359	-439	-257
Mittel-, Osteuropa	0	0	0	0	0
Übriges Europa	0	-1	-1	0	0
Nordamerika	-484	307	-105	-203	2 964
Übrige Industrieländer ²	-23	-59	-157	-5	-15
Schwellenländer	-5	-3	0	0	-7
Entwicklungsländer	8	-13	-39	19	-1
Alle Länder	-1 194	575	-660	-627	2 684

	1993	1994	1995	1996 ^r	1997 ^p
Total					
Industrieländer	-398	4 572	2 599	3 790	7 158
EU und EFTA	-852	2 324	2 509	2 233	5 889
Mittel-, Osteuropa	2	-7	30	6	21
Übriges Europa	8	5	12	30	86
Nordamerika	428	2 273	363	1 476	1 261
Übrige Industrieländer ²	16	-23	-315	45	-101
Schwellenländer	7	-10	0	0	-65
Entwicklungsländer	268	42	14	-6	78
Alle Länder	-123	4 604	2 629	3 805	7171

1 Minus (-) bedeutet Kapitalrückfluss ins Ausland (Desinvestition).

2 Japan, Südafrika, Australien, Neuseeland
r revidiert
p provisorisch

Erläuterungen

Begriff

Mit Direktinvestitionen soll ein dauerhafter und direkter Einfluss auf die Geschäftstätigkeit eines Unternehmens im Ausland ausgeübt werden. Eine Direktinvestition liegt normalerweise dann vor, wenn ein Investor

– sich mit mindestens 10% am stimmberechtigten Kapital einer Unternehmung im Ausland beteiligt oder

– im Ausland eine Tochtergesellschaft oder eine Filiale gründet. Zum Inland zählen die Schweiz und das Fürstentum Liechtenstein.

Erhebung

Die Schweizerische Nationalbank erhebt jährlich die grenzüberschreitenden Beteiligungen, d. h. die schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland und die ausländischen Direktinvestitionen in der Schweiz. Stichtag für die Erhebung ist jeweils Ende Jahr.

Rechtsgrundlage

Rechtsgrundlage für die Erhebungen der Direktinvestitionen ist Artikel 2 des Bundesstatistikgesetzes vom 9. Oktober 1992. In der Verordnung über die Durchführung von statistischen Erhebungen des Bundes vom 30. Juni 1993 ist die Nationalbank als Erhebungsstelle bezeichnet. Die Teilnahme an der Erhebung ist obligatorisch für alle Unternehmen, deren Direktinvestitionskapital mindestens 10 Mio. Franken beträgt.

Erhebungsgegenstand

Die Unternehmungen geben Auskunft über die Kapitalbestände (Beteiligungskapital und Konzernkredite), über die Finanzbewegungen auf dem Beteiligungskapital (Gründung, Erwerb, Verkauf, Kapitalerhöhungen etc.) und den Konzernkrediten sowie über die reinvestierten Erträge. Reinvestierte Erträge sind jener Teil des Geschäftsergebnisses, der nicht ausgeschüttet wird. Sie ermöglichen den Aufbau der Direktinvestitionsposition, ohne dass ein eigentlicher Kapitalexport stattfindet. Weiter werden die Firmen über die Zahl der im Inland und in den ausländischen Tochtergesellschaften oder Filialen beschäftigten Personen befragt.

Bewertung des Bestandes

Bei den Bestandeszahlen handelt es sich um Buch- und nicht um Marktwerte. Die Buchwerte liegen in der Regel unter den Marktwerten.

Beziehung zwischen der Veränderung des Kapitalbestandes und der Kapitalbewegung

Obwohl Kapitalbewegungen den Kapitalbestand beeinflussen, kann von der Veränderung des Kapitalbestandes nicht direkt auf die Kapitalflüsse geschlossen werden oder umgekehrt. Die Veränderung des Kapitalbestandes unterliegt verschiedenen Einflüssen, die nicht zu Kapitalbewegungen führen. So werden die Kapitalbestände auch durch Wechselkursveränderungen, neue Bewertungsgrundsätze (z. B. Anpassung an internationale Buchhaltungsnormen) etc. verändert. Bei Neuinvestitionen führt einerseits der Goodwill (Unterschied zwischen Kaufpreis und Buchwert des Unternehmens) meistens zu Kapitalbewegungen, die grösser sein können als die Zunahme des Bestandes. Andererseits steht Akquisitionen, die im Ausland finanziert werden, kein entsprechender Kapitalfluss aus der Schweiz gegenüber.

Ländergliederung

Bei den schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland wird so weit wie möglich das Land des letztlich Begünstigten (last beneficial owner) erfasst. In der Praxis kann dieses Prinzip jedoch nicht in jedem Fall angewendet werden. Bei den ausländischen Direktinvestitionen in der Schweiz wird immer das Land des unmittelbaren Investors angeben.

Branchengliederung

Die Zuordnung einer Branche richtet sich nach der Haupttätigkeit des Unternehmens in der Schweiz.

Das Auslandvermögen der Schweiz im Jahre 1997

Die Guthaben und Verpflichtungen der Schweiz im Ausland setzen sich zusammen aus den Portfolioanlagen, den Direktinvestitionsbeständen, den Währungsreserven der Nationalbank, den Krediten und Einlagen der Banken sowie den übrigen finanziellen Guthaben und Verpflichtungen der Inländer gegenüber dem Ausland. Die Bestände am Jahresende sind in der Regel zu Marktpreisen bewertet. Ausnahmen bilden der Goldbestand der Nationalbank und die Direktinvestitionsbestände, die zu Buchwerten ausgewiesen werden. Das ausländische Eigentum an schweizerischen Grundstücken wird zu Anschaffungswerten aufgeführt.

Die schweizerischen Auslandguthaben erhöhten sich im Jahre 1997 um 17% auf 1459 Mrd. Franken. (Vorjahr: +26%). Die Verpflichtungen stiegen um 29% auf 1016 Mrd. Franken. Das Nettoauslandvermögen betrug 443 Mrd. Franken und lag damit um 10 Mrd. unter dem Vorjahresniveau. Im Verhältnis zum Bruttoinlandprodukt verminderte sich das Nettovermögen von 124% im Vorjahr auf 120% im Jahre 1997.

Die Entwicklung der Auslandvermögensbestände wird im wesentlichen durch die Neuinvestitionen und durch Börsenkurs- und Wechselkursveränderungen bestimmt. Im Jahre 1997 war der starke Zuwachs bei den Auslandguthaben zu rund zwei Dritteln auf Investitionen zurückzuführen. Der Rest entfiel zum grossen Teil auf die börsenkursbedingte Höherbewertung der Wertpapierbestände. Bewertungsänderungen aufgrund von Wechselkursverschiebungen, die im Vorjahr das Wachstum dominiert hatten, beeinflussten im Jahre 1997 die Entwicklung der Bestände nur geringfügig. Die Höherbewertung von Anlagen in US-Dollar wurde durch die Tieferbewertung von Anlagen in anderen Fremdwährungen kompensiert.

Die kräftige Zunahme der Auslandverpflichtungen war zu mehr als der Hälfte auf die starke Steigerung der Wertpapierpreise an den Börsen zurückzuführen. Der Rest der Zunahme entfiel im wesentlichen auf neue Investitionen von Ausländern.

Zusammensetzung der Auslandguthaben

Die Bankkredite stiegen im Jahre 1997 hauptsächlich aufgrund der Zunahme der Interbankforderungen um 28% auf 405 Mrd. Franken. Der Anteil der Bankguthaben an den gesamten Auslandaktiven der Schweiz stieg damit auf 28% gegenüber 26% im Vorjahr. Die Portfolioanlagen wuchsen aufgrund von Wertpapierkäufen und infolge der höheren Börsenkurse um 15% auf 554 Mrd. Franken. Ihr Anteil an den Aktiven ging leicht zurück. Die Direktinvestitionsbestände nahmen im Vergleich zum Vorjahr um 22% auf 232 Mrd. Franken zu. Die Direktinvestitionsbestände steigen bereits seit einigen Jahren aufgrund der regen Investitionstätigkeit der schweizerischen Unternehmen im Ausland stark an. Seit 1988 verdreifachten sich die Bestände. Ihr Anteil an den schweizerischen Auslandaktiven nahm von 11% im Jahre 1988 auf 16% im Jahre 1997 zu. Dabei ist noch in Rechnung zu stellen, dass die zu Buchwerten bewerteten Direktinvestitionsbestände eher zu tief ausgewiesen werden. Die Auslandguthaben der Nationalbank nahmen um 8% auf 69 Mrd. Franken zu (Vorjahr: +14%). Im Verhältnis zu den gesamten Aktiven fiel ihr Anteil auf knapp 5%. Im Jahre 1985, als das Auslandvermögen der Schweiz erstmals erstellt worden war, hatte der Anteil der Auslandguthaben der Nationalbank noch fast 10% betragen.

Auslandvermögen der Schweiz

Tabelle 1

	1985	1990	1993	1994	1995	1996	1997
Aktiven in Mrd. Fr.	526,1	733,0	957,6	978,3	989,8	1244,1	1459,2
Passiven in Mrd. Fr.	298,1	450,7	598,0	620,2	640,2	791,1	1016,3
Netto in Mrd. Fr.	227,9	282,3	359,6	358,1	349,6	453,0	442,8
Aktiven in % des BIP	221,8	231,0	273,8	273,7	272,3	341,1	393,9
Passiven in % des BIP	125,7	142,0	170,9	173,5	176,1	216,9	274,3
Netto in % des BIP	96,1	89,0	102,8	100,2	96,2	124,2	119,5

r revidiert
p provisorisch

Zusammensetzung der Auslandguthaben in Mrd. Franken

Tabelle 2

	1985	1990	1993	1994	1995 ^r	1996 ^r	1997 ^p	Veränderung zum Vorjahr in Prozent	1997 Anteile in Prozent
Direktinvestitionen	52,1	85,6	135,5	147,7	163,9	190,6	231,7	21,6	15,9
Portfolio- investitionen	196,7	245,5	399,4	384,0	396,3	479,9	553,7	15,4	37,9
Bankkredite	157,4	174,9	199,1	215,9	213,5	315,8	405,3	28,3	27,8
Treuhandgelder ¹	43,8	92,5	78,5	76,5	64,5	74,1	75,5	1,9	5,2
Öffentliche Hand	1,4	1,6	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	-2,8	0,1
Nationalbank	50,0	49,2	60,7	59,7	56,0	63,8	68,7	7,7	4,7
Übrige Aktiven ²	24,6	83,6	83,1	93,2	94,1	118,4	122,8	3,7	8,4
Total	526,1	733,0	957,6	978,3	989,8	1244,1	1459,2	17,3	100,0
Davon kurzfristige Anlagen in %	38,5	41,7	33,3	35,1	33,5	35,8	37,0		

Zusammensetzung der Auslandverpflichtungen in Mrd. Franken

Tabelle 3

	1985	1990	1993	1994	1995 ^r	1996 ^r	1997 ^p	Veränderung zum Vorjahr in Prozent	1997 Anteile in Prozent
Direktinvestitionen	21,0	44,4	57,3	63,8	65,7	72,6	82,0	13,0	8,1
Portfolio- investitionen	99,5	121,5	239,9	213,0	240,0	273,8	397,0	45,0	39,1
Bankkredite	123,5	172,2	188,5	220,7	207,5	292,4	374,9	28,2	36,9
Privater Immobilienbesitz	9,4	12,6	16,0	17,1	18,7	20,3	21,9	7,9	2,2
Öffentliche Hand	nv	0,1	0,3	0,3	0,7	0,7	0,9	25,4	0,1
Nationalbank	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Übrige Passiven ³	44,7	99,9	95,8	105,2	107,7	131,2	139,6	6,3	13,7
Total	298,1	450,7	598,0	620,2	640,2	791,1	1016,3	28,5	100,0
Davon kurzfristige Anlagen in %	50,3	52,9	40,7	45,2	41,8	45,6	44,0		

1 Anlagen der Inländer

2 Forderungen aus Lieferantenkrediten, Darlehen, Bankguthaben usw. der Versicherungen und der nichtfinanziellen Unternehmen

3 Verpflichtungen aus Lieferantenkrediten, Darlehen, Bankkrediten usw. der Versicherungen und der nichtfinanziellen Unternehmen

r revidiert

p provisorisch

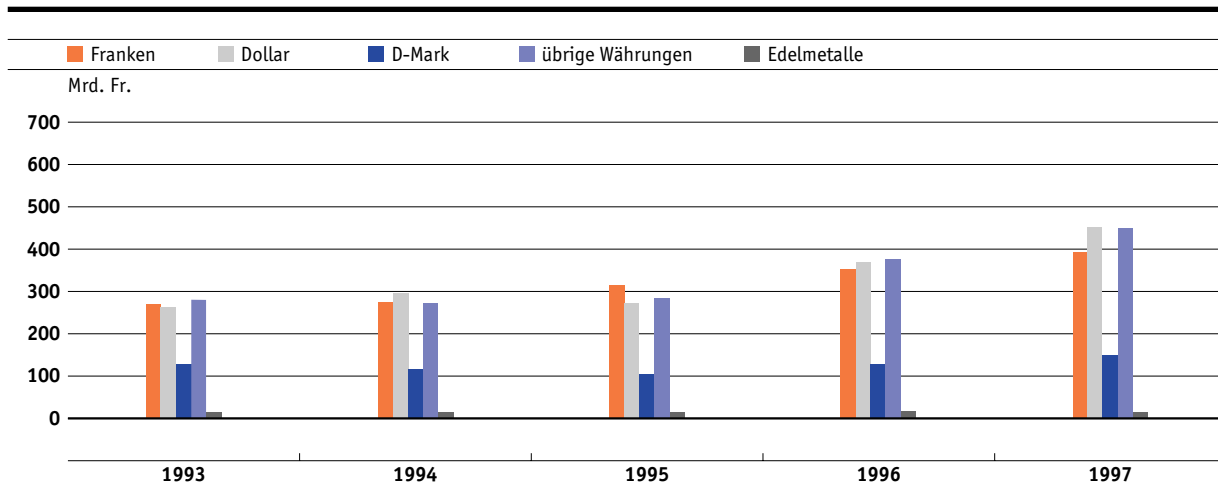
Zusammensetzung der Verpflichtungen gegenüber dem Ausland

Die kräftige Zunahme der schweizerischen Auslandsverpflichtungen im Jahre 1997 wurde durch die massive Erhöhung der Portfoliobestände geprägt. Die ausländischen Wertpapieranlagen in der Schweiz stiegen vor allem kursbedingt um über 100 Mrd. auf 397 Mrd. Franken. Der Anteil der Portfolioanlagen an

den schweizerischen Auslandpassiven nahm dadurch von 35% im Vorjahr auf 39% im Jahre 1997 zu. Die Verbindlichkeiten der Banken erhöhten sich um 28% auf 375 Mrd. Franken. Ihr Anteil an den Passiven betrug wie im Vorjahr 37%. Der Bestand an ausländischen Direktinvestitionen in der Schweiz stieg um 13% auf 82 Mrd. Franken. Der Zuwachs war damit stärker als in den Vorjahren. Ihr Anteil an den gesamten Auslandpassiven ging trotzdem leicht zurück.

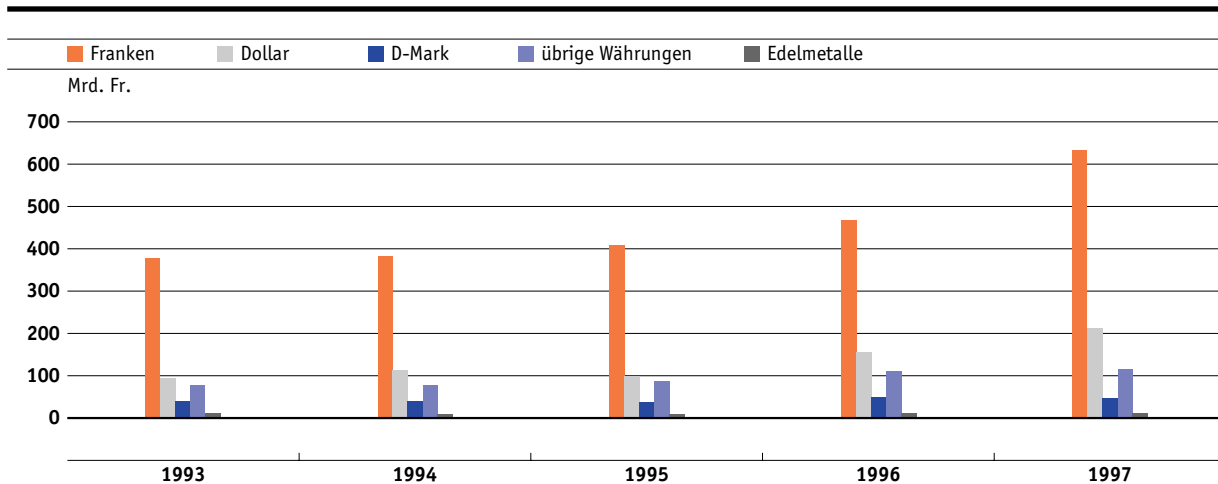
Währungsgliederung der Auslandaktiven

Grafik 1



Währungsgliederung der Auslandpassiven

Grafik 2



Gliederung der Auslandaktiven und -passiven nach Währungen¹ in %

Tabelle 4

	1993	1994	1995 ^r	1996 ^r	1997 ^p
Aktiven					
Schweizerfranken	28,3	28,2	31,7	28,3	26,9
US-Dollar	27,4	30,4	27,6	29,7	31,0
DM	13,4	12,0	10,5	10,3	10,2
übrige Währungen	29,2	27,9	28,7	30,2	30,8
Edelmetalle	1,6	1,5	1,5	1,4	1,0
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Passiven					
Schweizerfranken	62,9	61,5	63,9	58,9	62,1
US-Dollar	15,8	18,1	15,3	19,6	20,9
DM	6,6	6,5	5,9	6,2	4,6
übrige Währungen	12,8	12,6	13,6	13,9	11,3
Edelmetalle	1,9	1,5	1,3	1,4	1,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

1 Mangels vollständiger Angaben muss die währungsmässige Zusammensetzung der ausländischen Wertpapiere teilweise geschätzt werden.

p provisorisch
r revidiert

Währungsgliederung

Der Anteil der auf Schweizerfranken lautenden Aktiven nahm von 28% im Vorjahr auf 27% im Jahre 1997 leicht ab. Der Anteil der DM-Anlagen verharrte auf dem Vorjahresniveau. Die Anteile der US-Dollaranlagen sowie der Anlagen in den übrigen Währungen wuchsen leicht.

Bei den Passiven stieg die Bedeutung der Schweizerfranken deutlich an. Im Jahre 1997 entfielen 62% aller Verpflichtungen gegenüber dem Ausland auf Schweizerfranken (Vorjahr 59%). Der Anteil der Anlagen in US-Dollar nahm leicht zu. Dagegen verminderten sich die Anteile der auf DM und auf die übrigen Währungen lautenden Auslandpassiven.

Finanzhilfe an Brasilien

Am 19. November 1998 stimmte die Schweizerische Nationalbank im Einvernehmen mit dem Eidgenössischen Finanzdepartement einer Aktivierung der Neuen Kreditvereinbarungen (NKV) zugunsten Brasiliens in der Höhe von 9,2 Mrd. Sonderziehungsrechten zu. Dies entspricht ungefähr 17,5 Mrd. Franken. Die Nationalbank übernimmt davon einen Anteil von 455 Mio. SZR (rund 880 Mio. Franken) in Form eines Kredites an den Internationalen Währungsfonds (IWF). Da einige NKV-Mitglieder zur Zeit keinen Beitrag leisten können, erhöhte sich der Anteil der verbleibenden Teilnehmer entsprechend, im Falle der Nationalbank von 4,6% auf 4,99%. Es handelt sich um die erstmalige Aktivierung der Neuen Kreditvereinbarungen des IWF.

Die NKV sind parallele Vereinbarungen zu den Allgemeinen Kreditvereinbarungen (AKV). Sie traten am 17. November 1998 nach der Unterzeichnung durch die Zehnergruppe und 14 weitere Teilnehmerländer in Kraft. Darin verpflichten sich die insgesamt 25 Teilnehmerländer, dem IWF in Ausnahmesituationen und bei einer Mittelknappheit nach einem vereinbarten Schlüssel Kredite zu gewähren. Unter den AKV und NKV kann der IWF bis zu 34 Mrd. SZR aufnehmen. Dies entspricht einer Verdoppelung des Betrags, der zuvor unter den AKV allein verfügbar war. Die Eidgenössischen Räte beschliessen den Beitritt der Schweiz zu den NKV im Dezember 1997.

Auch die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) beteiligte sich an der umfangreichen internationalen Finanzhilfe von insgesamt 41,5 Mrd. Dollar zugunsten Brasiliens. Der Kredit der BIZ beträgt 13,28 Mrd. Dollar. Die Mitglieder der Zehnergruppe sowie acht weitere Länder leisteten der BIZ eine Garantie im Umfang von 12,93 Mrd. Dollar. Der Beitrag der Schweiz beläuft sich auf 250 Mio. Dollar. Er wird von der Schweizerischen Nationalbank im Rahmen des Bundesbeschlusses über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmassnahmen gewährt und ist mit einer Bundesgarantie versehen.

Inhaltsverzeichnis 16. Jahrgang, 1998

Heft	Seite	
1	8	Geldpolitische Schlussfolgerungen
2	8	
3	8	
4	8	Die Geldpolitik im Jahre 1999/La politica monetaria nel 1999/ Swiss monetary policy in 1999
1	10	Wirtschafts- und Währungslage
2	10	
3	10	
4	16	
		Artikel und Referate
4	76	Das Auslandvermögen der Schweiz im Jahre 1997
4	52	Die Entwicklung der Direktinvestitionen im Jahre 1997
4	42	Baltensperger Ernst und Thomas J. Jordan Seigniorage und Notenbankgewinn
3	34	Cottier Philippe Das Repo – ein neues geldpolitisches Instrument
1	42	Cruz Irma Die finanziellen Beziehungen zwischen der Schweizerischen Nationalbank und dem Internationalen Währungsfonds
1	48	Kleinewefers Lehner Anne Kapitalmobilität in der Europäischen Union
1	34	Meyer Hans Zur Geldpolitik im neuen Jahr
2	38	Meyer Hans Referat an der Generalversammlung vom 24. April 1998
2	34	Schönenberger Jakob Eröffnungsansprache an der Generalversammlung vom 24. April 1998
2	44	Zanetti Attilio Strukturelle Arbeitslosigkeit und Inflation in der Schweiz
1	55	Geld- und währungspolitische Chronik
2	58	
3	46	
4	82	

Herausgeber

Schweizerische Nationalbank
Bereich Volkswirtschaft
Börsenstrasse 15
Postfach
8022 Zürich

Gestaltung

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zürich

Satz

typolitho ag, Zürich

Druck

Druck-Zentrum Tages-Anzeiger, Zürich

Copyright

Nachdruck unter Quellenangabe gestattet
Belegexemplare erwünscht

Abonnemente

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

Preis

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

Internet

<http://www.snb.ch>

