

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK  
BANQUE NATIONALE SUISSE  
BANCA NAZIONALE SVIZZERA  
BANCA NAZIUNALA SVIZRA 

# Quartalsheft



# Schweizerische Nationalbank

## Quartalsheft

Juni

2/2000

18. Jahrgang



## **Inhalt**

4	Übersicht
5	Sommaire
6	Sommario
7	Abstracts
8	<b>Geldpolitische Beschlüsse</b>
12	<b>Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz</b>
13	1 Internationale Rahmenbedingungen
13	1.1 Konjunkturelle Entwicklung
15	1.2 Monetäre Entwicklung
16	1.3 Konjunkturaussichten
17	2 Monetäre Entwicklung
17	2.1 Zinsen
20	2.2 Wechselkurs
21	2.3 Geldaggregate
23	2.4 Kredite und Kapitalmarkt
25	3 Gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Produktion
25	3.1 Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion
27	3.2 Aussenhandel und Ertragsbilanz
29	3.3 Investitionen
31	3.4 Konsum
31	3.5 Kapazitätsauslastung
32	4 Arbeitsmarkt
32	4.1 Beschäftigung
33	4.2 Arbeitslosigkeit
34	5 Konsumentenpreise
34	5.1 Teuerung nach Herkunft der Güter
35	5.2 Teuerung nach Gütergruppen
35	5.3 Kernteuerung
35	5.4 Neuer Index ab Mai 2000
36	6 Teuerungsaussichten
36	6.1 Internationale Preisentwicklung und Wechselkurs
37	6.2 Kapazitätsauslastung im Inland
38	6.3 Teuerungsprognose für das Jahr 2000
38	6.4 Teuerungsprognosen für die Jahre 2001 und 2002
40	<b>Eröffnungsansprache an der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank vom 28. April 2000</b> von Eduard Belser
44	<b>Referat an der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank vom 28. April 2000</b> von Hans Meyer
52	<b>Das Management der Devisenanlagen durch die SNB</b> von Thomas Stucki
60	<b>Geld- und währungspolitische Chronik</b>

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

Die Nationalbank beschloss am 15. Juni 2000, ihre Geldpolitik nochmals zu straffen und das Zielband für den Dreimonats-Libor von 2,5%–3,5% auf 3,0%–4,0% anzuheben. Sie strebt bis auf weiteres den mittleren Bereich des Zielbandes an. Die schrittweise Erhöhung des Dreimonats-Libor, die mit dem Zinsschritt von Mitte Juni seit Anfang Jahr 1,75 Prozentpunkte betrug, dürfte verhindern, dass der Konjunkturaufschwung die Preisstabilität in der Schweiz in den kommenden Jahren dauerhaft gefährdet.

## **Wirtschafts- und Währungslage (S. 12)**

Vor dem Hintergrund der günstigen internationalen Konjunktur setzte sich in der Schweiz das kräftige und breit abgestützte Wirtschaftswachstum im ersten Quartal 2000 fort. Die Exporte bildeten weiterhin eine wichtige Konjunkturstütze. Auch die Binnen-nachfrage – insbesondere die Bautätigkeit – gewann jedoch weiter an Schwung. Die Beschäftigung stieg in allen Sektoren und die Arbeitslosigkeit bildete sich weiter zurück. Die Teuerung zog im Mai wieder leicht auf 1,6% an, nachdem sie sich in den ersten vier Monaten leicht zurückgebildet hatte. Ins Gewicht fielen die höheren Preise für Erdölprodukte und der Anstieg der Wohnungsmieten.

Die Nationalbank straffte im Laufe des ersten Quartals schrittweise ihre Geldpolitik, um der zunehmenden Inflationsgefahr in der Schweiz entgegenzuwirken. Sie reagierte damit auf eine Reihe von Indikatoren, die eine Beschleunigung des Wirtschaftswachstums anzeigten. Am 23. März hob sie das Zielband für den Dreimonats-Libor um 0,75 Prozentpunkte auf 2,5%–3,5% an, nachdem sie es bereits Anfang Februar um einen halben Prozentpunkt erhöht hatte. Im Zuge dieser Straffung stiegen die Geldmarktsätze deutlich. Nach dem Zinsschritt vom März gewann zudem der Franken gegenüber dem Euro an Wert. Insgesamt wurden damit die monetären Rahmenbedingungen im Laufe der ersten fünf Monate des Jahres deutlich restriktiver.

## **Generalversammlung der Aktionäre (S. 40)**

Der Präsident des Bankrates, Eduard Belser, ging an seiner ersten Generalversammlung der Rolle der Bankbehörden der Nationalbank und Fragen der Unternehmensorganisation nach. Anforderungen im Zusammenhang mit Sicherheit und Stabilität stellen sich für die Notenbank im operativen wie im finanziellen Bereich. Die Neuorganisation des Bargeldverkehrs zeigt, dass sich die Nationalbank im Rahmen ihres Auftrages auf die wesentlichen Aufgaben beschränkt. Der neue Währungsartikel in der Bundesverfassung und das am 1. Mai 2000 in Kraft getretene Gesetz über die Währung und die Zahlungsmittel schaffen neue Voraussetzungen für die Nationalbank. Die Nationalbank ist auch in der nachgeführten Bundesverfassung verpflichtet, ausreichende Währungsreserven zu halten. Die Anlage dieser Reserven birgt Risiken, weshalb das Risikomanagement in den letzten Jahren schrittweise angepasst worden ist. Es untersteht der Oberaufsicht des Bankrates.

Der Präsident des Direktoriums, Hans Meyer, äusserte sich zur Wirtschaftsentwicklung und zu den geldpolitischen Entscheiden, die damit in Zusammenhang stehen. Lage und Perspektiven der schweizerischen Wirtschaft sind derzeit erfreulich. Die Kehrseite der Medaille stellen die zunehmenden Risiken für die gesamtwirtschaftliche Stabilität dar. Einer Erläuterung des geänderten geldpolitischen Konzepts der Nationalbank folgten Betrachtungen über die Stabilität und Integrität des Finanzplatzes. Ein sorgfältiger Umgang mit dem schweizerischen Bankgeheimnis ist auch ein wichtiges Anliegen der Notenbank. Eine Beschreibung der neuen Währungsverfassung der Schweiz und Ausführungen über die internationalen Währungsbeziehungen, in denen für eine stärkere Ausrichtung des IWF auf seine Hauptaufgaben plädiert wird, bildeten den Schluss.

## **Das Management der Devisenanlagen durch die SNB (S. 52)**

Die von der Nationalbank erworbenen ausländischen Wertpapiere unterliegen seit der Revision des Nationalbankgesetzes vom 1. November 1997 nicht mehr der Beschränkung einer maximalen Laufzeit von 12 Monaten. Damit verfügt die Nationalbank über verbesserte Möglichkeiten zur Diversifikation ihrer Devisenanlagen. Dieser Aufsatz gibt einen Überblick über die von der Nationalbank gewählten Anlageinstrumente und die währungsmässige Zusammensetzung des Portfolios. Ausserdem werden der Entscheidungsprozess beschrieben und die Performance in den Jahren 1998 und 1999 erläutert.

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

La Banque nationale suisse a décidé, le 15 juin 2000, de resserrer davantage sa politique monétaire et de porter de 2,5%–3,5% à 3%–4% la marge de fluctuation du Libor à trois mois. Jusqu'à nouvel avis, elle vise la zone médiane de cette marge. Les relèvements successifs du Libor à trois mois – compte tenu de la hausse de la mi-juin, ce taux a augmenté au total de 1,75 point depuis le début de l'an 2000 – devraient empêcher que l'essor de la conjoncture ne menace durablement la stabilité du niveau des prix en Suisse au cours des prochaines années.

## **Situation économique et monétaire (p. 12)**

Avec, pour toile de fond, une conjoncture mondiale favorable, l'économie suisse a continué à bénéficier, au premier trimestre de 2000, d'une croissance vigoureuse et reposant sur une large assise. Les exportations sont restées un important soutien de la conjoncture. En outre, la demande intérieure – en particulier l'activité dans la construction – a gagné une nouvelle fois en vigueur. L'emploi a progressé dans tous les secteurs, et le chômage a poursuivi son mouvement de repli. Le renchérissement a augmenté légèrement, passant à 1,6% en mai; il avait quelque peu faibli au cours des quatre premiers mois de l'année. La hausse des prix du pétrole et des loyers explique son accélération.

Au cours du premier trimestre, la Banque nationale a resserré graduellement les rênes monétaires afin de contrecarrer le danger inflationniste croissant en Suisse. Elle a ainsi réagi à une série d'indicateurs qui annonçaient une accélération de la croissance économique. Le 23 mars, elle a relevé de 0,75 point la marge de fluctuation du Libor à trois mois pour la porter à 2,5%–3,5%. Au début de février, elle avait déjà augmenté cette marge d'un demi-point. Ces mesures ont entraîné une hausse des rémunérations servies sur le marché monétaire. Le relèvement de mars a conduit également à une revalorisation du franc face à l'euro. Au total, les conditions-cadres monétaires sont ainsi devenues sensiblement plus restrictives au cours des cinq premiers mois de l'année.

## **Assemblée générale des actionnaires (p. 40)**

Dans son premier exposé à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale, le président du Conseil de banque, Eduard Belser, s'est penché sur le rôle des autorités de l'institut d'émission et sur des questions afférentes à l'organisation

de l'entreprise. A la Banque nationale, les exigences en matière de sécurité et de stabilité se posent non seulement sur le plan opérationnel, mais aussi dans le domaine financier. La réorganisation des mouvements de numéraire montre que la Banque nationale se concentre sur les tâches essentielles qui découlent de son mandat. Le nouvel article constitutionnel sur la monnaie et la loi sur l'unité monétaire et les moyens de paiement – cette loi est entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> mai 2000 – créent de nouvelles conditions pour l'institut d'émission. La constitution mise à jour fait expressément obligation à la Banque nationale de détenir des réserves monétaires suffisantes. Le placement de ces réserves implique des risques, d'où le développement de la gestion des risques au cours des dernières années. La gestion des risques est placée sous la haute surveillance du Conseil de banque.

Le Président de la Direction générale, Hans Meyer, a commenté l'évolution économique et les récentes décisions de politique monétaire. La situation et les perspectives de l'économie suisse sont réjouissantes. Mais, revers de la médaille, des risques accrus pèsent sur la stabilité macroéconomique. Après une présentation des adaptations apportées à la stratégie de politique monétaire, Hans Meyer s'est livré à quelques considérations sur la stabilité et l'intégrité de la place financière. Il a ainsi rappelé que la pratique des agents opérant sur les marchés en matière de secret bancaire est importante, pour la Banque nationale également. Il a ensuite décrit les nouvelles dispositions constitutionnelles et légales sur la monnaie et a terminé son exposé par un chapitre sur les relations monétaires internationales. Il y a plaidé notamment pour que le FMI se concentre davantage sur ses tâches essentielles.

## **La gestion des placements de devises par la BNS (p. 52)**

Depuis la révision du 1<sup>er</sup> novembre 1997 de la loi sur la Banque nationale, la durée maximale des titres étrangers acquis par l'institut d'émission n'est plus limitée à 12 mois. La Banque nationale dispose ainsi de meilleures possibilités de diversifier ses placements de devises. L'article donne un aperçu des instruments de placement choisis par la Banque nationale ainsi que de la répartition du portefeuille selon la monnaie. Il présente en outre le processus de prises de décisions ainsi que les performances obtenues en 1998 et 1999.

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

Il 15 giugno 2000, la Banca nazionale ha deciso di conferire un corso più restrittivo alla sua politica monetaria, portando la fascia di oscillazione per il Libor a tre mesi dal 2,5%–3,5% al 3,0%–4,0%. Fino a nuovo avviso, la Banca nazionale mira alla zona centrale di tale fascia. Il rialzo progressivo del Libor a tre mesi – che, incluso l'aumento di metà giugno, è stato di 1,75 punti percentuali in totale dall'inizio dell'anno – dovrebbe impedire che, nei prossimi anni, la ripresa congiunturale possa minacciare durevolmente la stabilità dei prezzi in Svizzera.

### **Situazione economica e monetaria (p. 12)**

Nel contesto internazionale di una congiuntura economica favorevole, l'economia svizzera ha continuato a beneficiare, nel primo trimestre del 2000, di una crescita vigorosa e fondata su un'ampia base. Le esportazioni sono rimaste un sostegno importante della congiuntura e la domanda interna – soprattutto nel settore delle costruzioni – ha acquistato nuovo slancio. L'occupazione è aumentata in tutti i settori e il calo della disoccupazione è proseguito. Il rincaro, in leggero rallentamento durante i primi quattro mesi dell'anno, ha registrato una lieve ascesa in maggio, portandosi all'1,6%. Tale incremento è stato determinato, in modo particolare, dall'aumento dei prezzi dei prodotti petroliferi e degli affitti.

Nel corso del primo trimestre, la Banca nazionale ha gradualmente ristretto le sue redini della sua politica monetaria per opporsi al crescente pericolo d'inflazione in Svizzera. L'istituto d'emissione ha così reagito ad una serie di indicatori che segnalavano un'accelerazione della crescita economica. Il 23 marzo, la Banca nazionale ha rialzato di 0,75 punti percentuali la fascia di oscillazione per il Libor a tre mesi, portandola al 2,5%–3,5%. All'inizio di febbraio, tale fascia era già stata aumentata di mezzo punto percentuale. Questi provvedimenti hanno indotto un netto aumento dei tassi d'interesse sul mercato monetario. Inoltre, la stretta monetaria del mese di marzo ha condotto ad un apprezzamento del franco rispetto all'euro. Complessivamente, nel corso dei primi cinque mesi dell'anno, le condizioni monetarie sono quindi divenute sensibilmente più restrittive.

### **Assemblea generale degli azionisti (p. 40)**

Nel suo primo discorso tenuto all'assemblea generale degli azionisti della Banca nazionale, Eduard Belsler, il presidente del consiglio di banca,

ha parlato della funzione delle autorità bancarie dell'istituto d'emissione e di altre questioni inerenti all'organizzazione aziendale. La Banca nazionale è confrontata ad esigenze in materia di sicurezza e di stabilità tanto sul piano operativo quanto su quello finanziario. La riorganizzazione del flusso delle operazioni in contanti dimostra che la Banca nazionale si concentra sui compiti essenziali che il suo mandato le conferisce. Il nuovo articolo costituzionale sulla moneta e la legge sull'unità monetaria e i mezzi di pagamento, entrata in vigore il 1° maggio 2000, creano nuove condizioni per l'attività della Banca. Anche la costituzione aggiornata vincola l'istituto d'emissione a detenere sufficienti riserve monetarie. L'investimento di tali riserve comporta alcuni rischi, ragione per la quale la gestione dei rischi ha subito un adattamento progressivo nel corso degli ultimi anni. La gestione dei rischi è posta sotto l'alta vigilanza del consiglio di banca.

Il presidente della direzione generale, Hans Meyer, ha commentato l'evoluzione economica e le recenti decisioni di politica monetaria. La situazione e le prospettive attuali dell'economia svizzera sono rallegranti. Tuttavia, rischi crescenti – il rovescio della medaglia – minacciano la stabilità macroeconomica. Dopo aver illustrato la nuova strategia di politica monetaria della Banca nazionale, Hans Meyer ha espresso alcune considerazioni in merito alla stabilità e all'integrità della piazza finanziaria, ricordando che anche l'istituto d'emissione accorda grande importanza ad un uso ragionevole del segreto bancario. Hans Meyer ha quindi descritto la nuova costituzione monetaria svizzera, prima di concludere il suo discorso formulando alcune considerazioni in merito ai rapporti monetari internazionali. A tale proposito, si è espresso a favore di una maggiore concentrazione dell'azione del FMI su quelli che sono i suoi principali compiti.

### **Gestione degli investimenti in divise operati della BNS (p. 52)**

Con la revisione della legge sulla Banca nazionale del 1° novembre 1997, la durata massima dei titoli esteri acquistati dalla Banca nazionale non è più limitata a dodici mesi. La Banca nazionale dispone così di migliori possibilità per diversificare i propri investimenti in divise. L'articolo in questione indica i mezzi d'investimento scelti dalla Banca nazionale come pure la ripartizione del portafoglio secondo le varie divise. Il testo descrive inoltre il processo decisionale e illustra i rendimenti ottenuti negli anni 1998 e 1999.

### **Monetary policy decisions (p. 8)**

On 15 June 2000, the Swiss National Bank decided to tighten its monetary policy once more and to increase the target range for the three-month Libor rate from 2.5%–3.5% to 3.00%–4.00%. For the time being, it continues to aim at the middle segment of the target range. The gradual increase in the three-month Libor rate, which – factoring in the interest rate adjustment of the middle of June – has amounted to 1.75% over the year to date, should ensure that the economic upswing does not permanently jeopardise price stability in Switzerland in the coming years.

### **Economic and monetary developments (p. 12)**

Bolstered by the favourable international economic situation, the robust and broad-based economic growth in Switzerland was sustained in the first quarter of 2000. Exports continued to provide strong support for the economy. Domestic demand – notably construction activity – gained additional momentum as well. Employment was up in all sectors, and jobless figures continued to recede. After having registered a slight decline in the first four months of the year, inflation picked up a little again to 1.6% in May. Higher prices for petroleum products and rising rents accounted for a large part of the increase.

During the course of the first quarter, the National Bank tightened its monetary policy gradually in order to counter the mounting threat of inflation in Switzerland. In so doing, it reacted to a number of indicators signalling an acceleration in economic growth. On 23 March, the National Bank increased the target range for the three-month Libor rate by 0.75% to 2.5%–3.5%, after having already lifted it by half a percentage point at the beginning of February. In the wake of this tightening, money market rates rose decisively. Furthermore – following the interest rate adjustment seen in March –, the Swiss franc appreciated vis-à-vis the euro. On the whole, monetary conditions thus became considerably more restrictive during the first five months of the year.

### **General Meeting of Shareholders (p. 40)**

At his first Annual General Meeting, Eduard Belser, President of the Bank Council, examined the role of the bank authorities of the National Bank and looked at questions relating to the institution's structure. The demands made on the central bank in connection with security and stability concern both the operational and financial areas. The reorganisation of the cash distribution concept demonstrates that – within the scope of its mandate – the National Bank limits itself to essential tasks. The new monetary article in the Federal Constitution and the Federal law on currency and payment instruments, which took effect as of 1 May 2000, create new conditions for the National Bank. The National Bank is still required to maintain adequate currency reserves under the revised Federal Constitution. As the investment of these reserves entails certain risks, risk management has been gradually redefined during the last few years. Overall supervision of risk management lies with the Bank Council.

The Chairman of the Governing Board, Hans Meyer, expressed his views on the economic development and the monetary policy decisions associated with it. Switzerland's current economic situation and prospects are encouraging. The increasing risks to the stability of the economy as a whole are the reverse side of the coin. An explanation of the National Bank's new monetary policy concept is followed by reflections on the stability and integrity of the financial centre. Careful handling of Swiss bank secrecy is also an important concern of the central bank. An outline of Switzerland's new monetary constitution and observations on international monetary relations, arguing in favour of a sharper focus on the IMF on its main tasks, conclude Mr Meyer's remarks.

### **Management of the SNB's foreign currency investments (p. 52)**

Since the revision of the National Bank Law of 1 November 1997, securities purchased by the National Bank are no longer subject to the provision restricting maturities to 12 months. Consequently, the National Bank has more leeway for diversifying its foreign currency investment portfolio. This article gives an overview of the investment instruments selected by the National Bank and the currency allocation of the portfolio. Furthermore, it outlines the decision-making process and comments on the performance in 1998 and 1999.

# Geldpolitische Beschlüsse

Ausführungen von Hans Meyer, Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank, am Mediengespräch des Direktoriums vom 15. Juni 2000 in Genf

Im Hinblick auf ihren Auftrag sowie das gegenwärtige und absehbare wirtschaftliche Umfeld hat die Schweizerische Nationalbank am 15. Juni 2000 eine weitere Straffung der Geldpolitik beschlossen. Das Zielband für den Dreimonats-Libor wird deshalb mit sofortiger Wirkung um 50 Basispunkte auf 3,0–4,0% angehoben.

Die wirtschaftliche Erholung, die im zweiten Halbjahr 1999 einsetzte, hat sich im laufenden Jahr rascher und nachhaltiger fortgesetzt als ursprünglich erwartet. Für das ganze Jahr rechnet die Nationalbank mit einem Wachstum des realen Bruttoinlandproduktes in der Grössenordnung von 3%. Im vergangenen Herbst ist sie bekanntlich noch von einer Grössenordnung von 2% ausgegangen.

Die Inflationsprognose, die die Nationalbank Ende 1999 veröffentlichte, rechnete für die Jahre 2000–2002 mit Teuerungsraten von 1,5, 1,7 und 1,8%. Schon zu Beginn des Jahres zeichnete sich allerdings ab, dass die wirtschaftliche Erholung ausgeprägter sein würde als ursprünglich erwartet. Die Nationalbank zog deshalb die geldpolitischen Zügel rascher und stärker an als seinerzeit geplant. Zunächst liess sie den Dreimonats-Libor an den oberen Rand des Zielbandes von 1,25–2,25% ansteigen. Sodann hat sie Anfang Februar das Zielband um 50 Basispunkte auf 1,75–2,75% angehoben. Schliesslich ist sie gegen Ende März zum Schluss gekommen, dass eine weitere Straffung angezeigt sei. Das Zielband wurde deshalb um weitere 75 Basispunkte auf 2,5–3,5% erhöht. Hätte sie den Dreimonats-Libor auf dem Niveau von Anfang Januar 2000 belassen, wäre die Inflation noch in diesem Jahr auf deutlich über 2% gestiegen (Grafik 1).

Das reale Wachstum der schweizerischen Wirtschaft betrug im ersten Quartal des laufenden Jahres gut 3%. Für das zweite Quartal kann mit einem Wachstum in der gleichen Grössenordnung gerechnet werden. Diese kräftige Entwicklung ist breit abgestützt. Die Ausfuhren stiegen im Vorjahresvergleich um über 10%. Dazu trugen sowohl die günstige wirtschaftliche Entwicklung in den Partnerländern als auch die Währungsverhältnisse bei. Deutlich beschleunigte Bauinvestitionen, eine markante Nachfrage nach Ausrüstungsgütern sowie ein unvermindert lebhafter Konsum prägen die binnenwirtschaftliche Entwicklung.

Die Lage am Arbeitsmarkt hat sich ebenfalls erfreulich entwickelt. Praktisch herrscht heute in der Schweiz Vollbeschäftigung. Zunehmende Knappheitserscheinungen zeigen sich vor allem bei den besser qualifizierten Arbeitskräften. Solche Anspannungsercheinungen deuten ebenso wie die erhöhte Auslastung der verfügbaren Kapazitäten darauf hin, dass das Produktionspotenzial der Wirtschaft gegenwärtig weitgehend ausgeschöpft ist.

Wie erwähnt sind die Aussichten für die weitere wirtschaftliche Entwicklung gut. Im In- und Ausland haben denn auch die massgebenden Prognoseinstanzen ihre Voraussagen für das laufende Jahr nach oben angepasst. Im nächsten Jahr dürfte die internationale Konjunktur etwas an Schwung verlieren. In der Schweiz wird die Entwicklung voraussichtlich ähnlich verlaufen. Betroffen werden die Exporte und – als Folge der seit Anfang Jahr erfolgten Zinserhöhungen – die Investitionen sein. Der Konsum der privaten Haushalte dürfte dagegen lebhaft bleiben.

Die Überprüfung der Inflationsprognose hat die Nationalbank zum Schluss geführt, dass die bisherige Straffung des geldpolitischen Kurses unter den gegebenen Umständen nicht ausreichen dürfte, um die Preisstabilität auf mittlere Sicht zu wahren. Würde der Dreimonats-Libor auf dem Stand von 3% belassen, dann müsste für die kommenden Jahre mit einer Teuerung von mehr als 2% gerechnet werden. Eine weitere Erhöhung des Zielbandes ist deshalb notwendig. Da das gegenwärtige Wachstum unserer Wirtschaft über ihrem Produktionspotenzial liegt, dürfte im nächsten Jahr trotz der schrittweisen Straffung der Geldpolitik ein Teuerungsanstieg auf über 2% nicht zu vermeiden sein. Nach der Inflationsprognose der Nationalbank dürfte dieser Anstieg nur vorübergehend sein. Wie Grafik 2 zeigt, sollte die Teuerung in den folgenden Jahren wieder unter 2% sinken. Die straffere Geldpolitik dürfte das Wachstum mit der üblichen Verzögerung dämpfen. Die Entwicklung der Geldmengenaggregate vermittelt eine ähnliche Botschaft.

Die Inflationsprognose geht für die drei kommenden Jahre von einem Dreimonats-Libor von 3,5% aus. Sie zeigt den mutmasslichen Teuerungsverlauf, falls sich die Wirtschaft im In- und Ausland den Erwartungen der Nationalbank entsprechend entwickelt. Wie immer ist das weitere wirtschaftliche Geschehen letztlich nicht voraussehbar. Es gilt deshalb, die Entwicklung aufmerksam zu verfolgen und allenfalls die notwendigen geldpolitischen Konsequenzen zu ziehen.

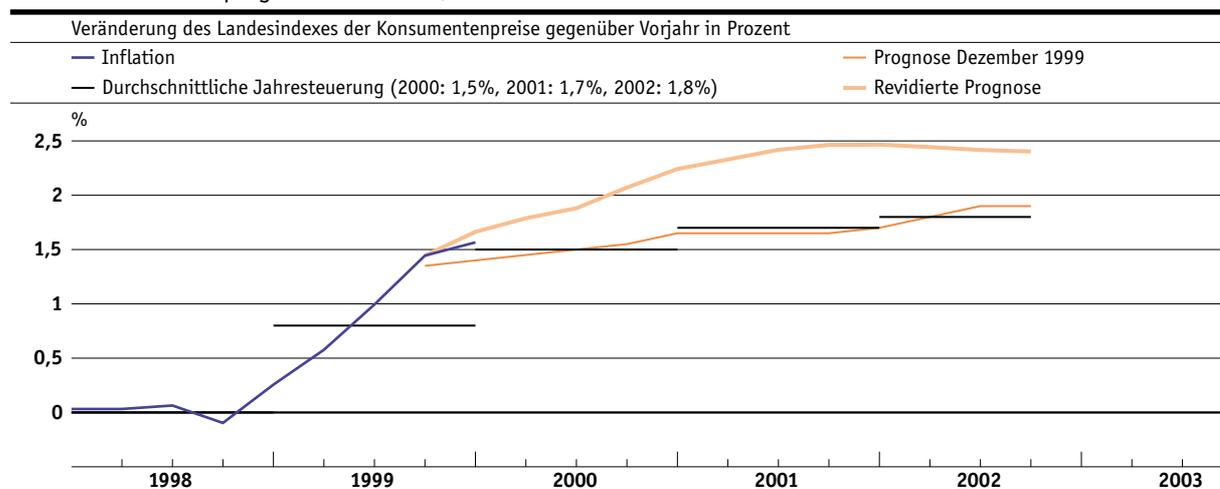
Für eine vertiefte Beurteilung des zu Jahresbeginn angepassten geldpolitischen Konzeptes ist es noch zu früh. Immerhin kann schon heute gesagt werden, dass die Reaktionen alles in allem genommen positiv waren. Begrüsst wurde die verbesserte Transparenz ebenso wie die ausdrücklich breite Abstützung der Entscheidungsfindung auf alle massgebenden Indikatoren. Im operativen Bereich hat sich der Dreimonats-Libor als zweckmässige Zielvariable erwiesen. Schon die bisherigen Erfahrungen haben allerdings bestätigt, dass wir kein Ei des Kolumbus gefunden haben. Nach wie vor ist es notwendig, beim Übergang von der Entscheidungsfindung zum Entschluss Ermessen walten zu lassen. Es hat sich auch nichts daran geändert, dass die jeweilige Beurteilung der Lage mit Unsicherheiten verbunden ist und dass die gesamtwirtschaftlichen Wirkungszusammenhänge nicht völlig transparent sind.

Zusammenfassend sei zunächst nochmals auf die erfreulichen Aspekte der gegenwärtigen Entwicklung hingewiesen. Nach aller Voraussicht werden wir in diesem Jahr ein beachtliches Wachstum bei Vollbeschäftigung und Preisstabilität erreichen. Die Kehrseite der Medaille besteht im tendenziell zunehmenden Risiko für die gesamtwirtschaftliche Stabilität. Aus heutiger Sicht sollte es mit unserem geldpolitischen Kurs gelingen, die Preisstabilität mittelfristig zu wahren.

Aus einer etwas weiteren Sicht ist sodann auf die Gefahr hinzuweisen, dass die erfreuliche Entwicklung den Blick trübt für die weiterhin bestehende Notwendigkeit, die gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen in einer sozial verträglichen Art und Weise zu verbessern.

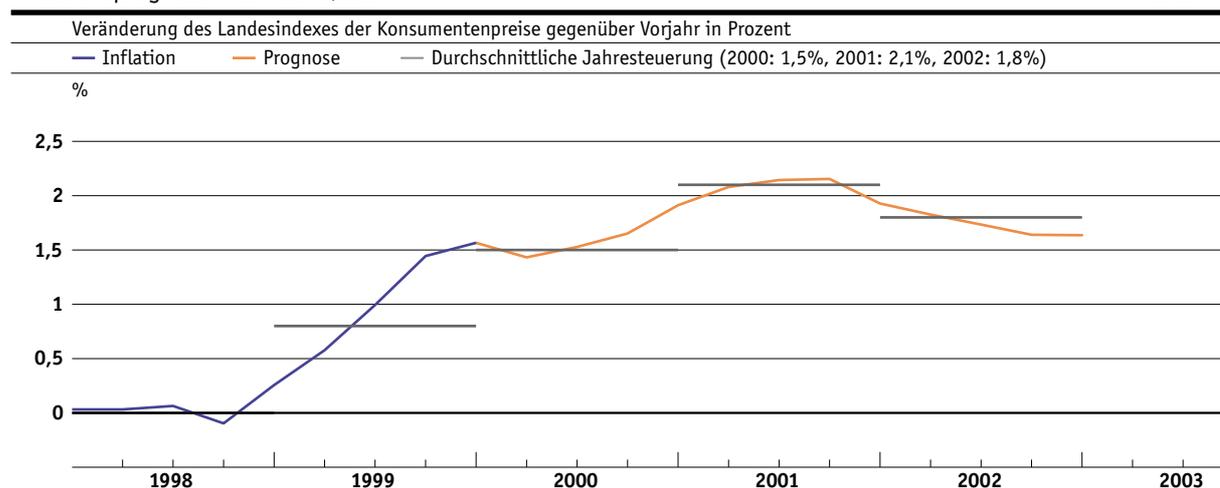
Revidierte Inflationsprognose mit Libor 1,75%

Grafik 1



Inflationsprognose mit Libor 3,5%

Grafik 2





# Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

Bericht zuhanden des Direktoriums für die vierteljährliche Lagebeurteilung und zuhanden des Bankrats

Der Bericht wurde am 8. Juni verabschiedet. Später verfügbare Fakten wurden soweit als möglich ebenfalls berücksichtigt. Vorquartalsvergleiche basieren stets auf saisonbereinigten Daten.

# 1 Internationale Rahmenbedingungen

Die Weltwirtschaft, die im zweiten Halbjahr 1999 spürbar an Schwung gewonnen hatte, wuchs im ersten Quartal 2000 erneut kräftig. Konjunkturlokomotive war weiterhin die USA, doch auch in Europa entwickelte sich die Wirtschaft dynamisch. Nur in Japan zog die Konjunktur erst wenig an. Die meisten Regionen ausserhalb der OECD trugen ebenfalls zum Wachstum der Weltwirtschaft bei. Besonders in den Ländern Ostasiens nahm die Produktion stark zu, während sich in Mittel- und Osteuropa sowie in Lateinamerika die Erholung fortsetzte.

## 1.1 Konjunkturelle Entwicklung

### Anhaltend starkes Wachstum in den USA

In den USA stieg das reale Bruttoinlandprodukt im ersten Quartal erneut stark und übertraf den Vorjahresstand um 5,1%, verglichen mit 4,6% in der Vorperiode. Den höchsten Wachstumsbeitrag lieferte wie bis anhin der private Konsum, doch stützten auch die anderen Komponenten der Binnennachfrage, insbesondere die Unternehmensinvestitionen, das Wachstum. Die Wohnbautätigkeit, die sich in den Vorquartalen abgeschwächt hatte, gewann wieder an Schwung. Die Exporte stagnierten auf dem Stand der Vorperiode, nachdem sie im zweiten Halbjahr 1999, begünstigt durch die Konjunkturerholung in Europa und Ostasien, kräftig zugenommen hatten.

Der anhaltende Aufschwung hatte im ersten Quartal einen weiteren Anstieg der Beschäftigung zur Folge. Die Arbeitslosenquote erreichte im April mit 3,9% den tiefsten Stand seit 1970. Damit verstärkten

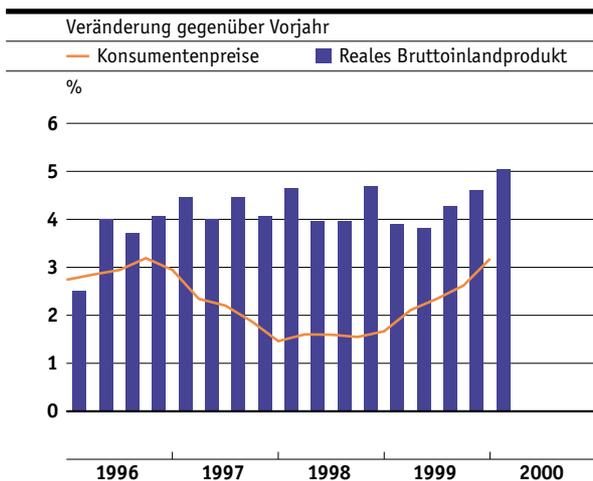
sich die Anspannungen auf dem Arbeitsmarkt. Die Arbeitskosten zogen in den ersten Monaten des Jahres 2000 an und führten, da die Produktivität nur geringfügig zunahm, zu einer deutlichen Erhöhung der Lohnstückkosten.

Im zweiten Quartal zeigte die amerikanische Wirtschaft leichte Anzeichen einer Abkühlung. Das schwächere Wachstum des Detailhandelsumsatzes deutet darauf hin, dass insbesondere der private Konsum weniger kräftig zugenommen haben dürfte als in der Vorperiode. Auch der Bestellungseingang in der Industrie verlor an Schwung. Die Nachfrage aus dem Ausland blieb jedoch stark.

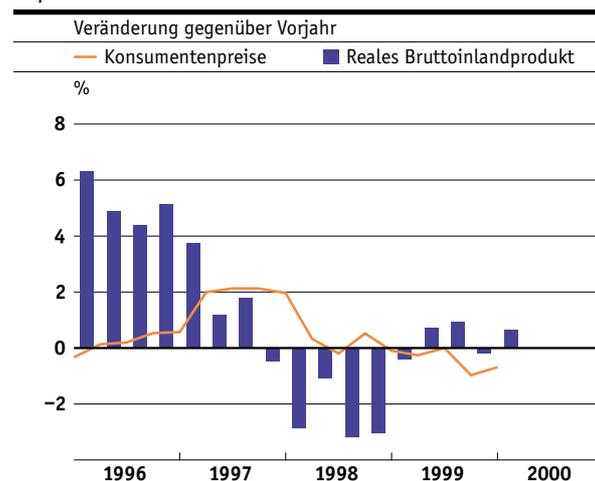
### Dynamische Entwicklung in Europa

Im Euro-Währungsgebiet setzte sich das kräftige Wachstum im ersten Quartal ebenfalls fort. Das reale Bruttoinlandprodukt lag um 3,2% über dem Stand des Vorjahres, verglichen mit 3,1% in der Vorperiode. Überdurchschnittlich stark war das Wirtschaftswachstum in Frankreich sowie den meisten kleineren Ländern des Euro-Gebietes, in Deutschland und Italien gewann die Konjunktur jedoch ebenfalls an Fahrt. Die gute Konjunkturlage stützte sich nicht mehr hauptsächlich auf die Export-, sondern auch auf die Binnennachfrage. Die Exporttätigkeit wurde einerseits durch das Wirtschaftswachstum in den USA und die Erholung in den Regionen ausserhalb der OECD getragen, andererseits durch die beträchtliche Abschwächung des Euro im Laufe des Jahres 1999 gestützt. Die Binnennachfrage profitierte hauptsächlich von den Ausrüstungsinvestitionen; zudem erholten sich in den meisten Ländern die Bauinvestitionen.

USA Grafik 1.1



Japan Grafik 1.2



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

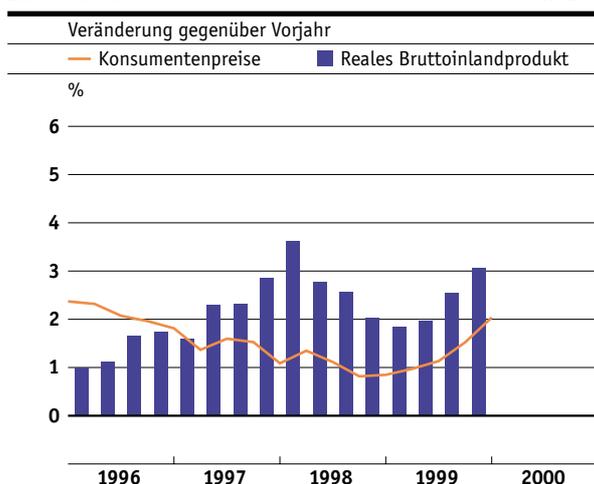
Gemäss der Konjunkturumfrage der EU vom April dürfte der Aufschwung im zweiten Quartal angehalten haben. Die Produzentenstimmung hellte sich weiterhin auf, während die Konsumentenstimmung auf hohem Niveau verharrte. Dazu trug die Besserung der Lage auf den Arbeitsmärkten bei. Im April betrug die Arbeitslosenquote im Euro-Gebiet noch 9,2%, verglichen mit 10,1% ein Jahr zuvor.

Im Unterschied zu Kontinentaleuropa zeigten sich in Grossbritannien im ersten Quartal deutliche Anzeichen einer Wachstumsverlangsamung. Insbesondere die Exportindustrie litt unter der Stärke des Pfundes. Die Indikatoren für das zweite Quartal deuten auf eine weitere Verschlechterung der Lage in der Industrie hin, während der Dienstleistungssektor die Konjunktur wie bis anhin stützen dürfte. Die Arbeitslosigkeit sank im März auf 3,9% und lag damit um 0,6 Prozentpunkte unter dem Stand des Vorjahres.

### Konjunkturflaute in Japan

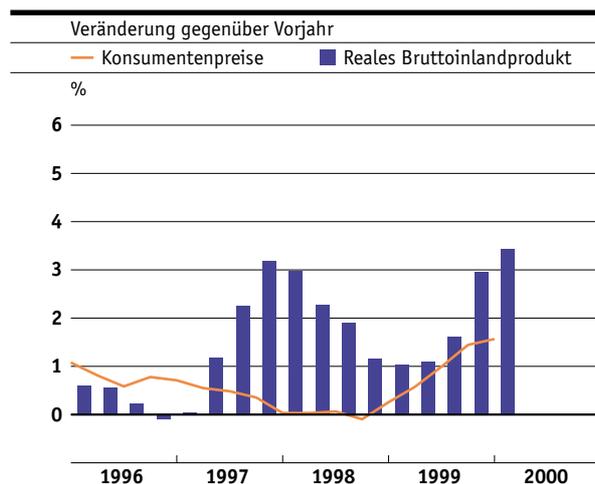
In Japan gab es im ersten Quartal Anzeichen einer Belebung. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg gegenüber dem Vorjahr um 0,7%, verglichen mit einem leichten Rückgang in der Vorperiode. Zu diesem Rückgang hatten die Abschwächung des privaten Konsums, das Auslaufen der staatlichen Stimulierungsmassnahmen sowie die nachlassende Dynamik der Exporte geführt. Im ersten Quartal erholte sich vor allem der private Konsum, trotz der erneuten Zunahme der Arbeitslosenquote von 4,7% im Dezember auf 4,9% im März. Die Unternehmen zeigten sich in der jüngsten Konjunkturumfrage zuversichtlicher. Ihr Optimismus stützte sich hauptsächlich auf die weiterhin kräftige Auslandnachfrage. Trotz der Stärke des Yen gewannen die Exporte im ersten Quartal an Schwung und trugen damit zum deutlichen Anstieg der Industrieproduktion bei. Die Investitionstätigkeit dürfte im laufenden Jahr von den im Herbst 1999 beschlossenen neuen staatlichen Konjunkturstimulierungsmassnahmen profitieren.

Euro-Gebiet Grafik 1.3



Quelle: BIZ

Schweiz Grafik 1.4



Quelle: Bundesamt für Statistik (BFS),  
Staatssekretariat für Wirtschaft (seco)

## 1.2 Monetäre Entwicklung

### **Teuerungsanstieg in den Industrieländern**

In den grossen Industrieländern setzte sich der Anstieg der Teuerung im ersten Quartal 2000 fort. Im März betrug die an den Konsumentenpreisen gemessene Teuerung durchschnittlich 2,6%, verglichen mit 1,9% im Januar. In den USA stieg sie zwischen Januar und März um 1 Prozentpunkt auf 3,7%, in Grossbritannien um 0,5 Prozentpunkte auf 2,6% und in der Euro-Zone um 0,2 Prozentpunkte auf 2,1%. In Japan sank das Preisniveau im ersten Quartal weiter, jedoch weniger stark als in der Vorperiode. Im März lag der Konsumentenpreisindex um 0,5% unter dem Vorjahresstand, verglichen mit einem Rückgang von 1,1% im Dezember 1999.

Der Anstieg der Teuerung war vor allem auf die Erhöhung der Erdölpreise zurückzuführen. Ohne Energiekosten blieb sie in den meisten Industrieländern annähernd unverändert. Nachdem die Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) Ende März eine Einigung über die Erhöhung der Fördermengen erzielt hatte, gingen die Erdölpreise leicht zurück. In der Folge sank die Teuerung auf Konsumstufe im April in den USA auf 3% und im Euro-Gebiet auf 1,9%. Dagegen erhöhte sie sich in Grossbritannien wegen des Anstiegs der Hypothekarkosten weiter und lag im April bei 3%.

### **Weitere Erhöhung der Leitzinsen in den USA und Europa**

Mitte Mai erhöhte die amerikanische Zentralbank ihren Leitzins, den angestrebten Satz für Tagesgeld, um 0,5 Prozentpunkte auf 6,5%. Sie reagierte damit auf die anhaltend starke Beanspruchung der Produktionskapazität und die damit verbundene Teuerungsgefahr. Damit setzte die amerikanische Zentralbank seit Mitte 1999 den Leitzins in sechs Schritten um insgesamt 1,75 Prozentpunkte herauf. Die kanadische Zentralbank folgte der amerikanischen Zentralbank und erhöhte den Diskontsatz um 0,5 Prozentpunkte auf 6%.

Auch die Europäische Zentralbank (EZB) straffte ihre Geldpolitik weiter. Sie hob Anfang Juni den Satz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte um 0,5 Prozentpunkte auf 4,25% an. Bereits Anfang Februar, Mitte März und Ende April war der Leitzins um je 0,25 Prozentpunkte heraufgesetzt worden. Die EZB begründete die Zinserhöhungen mit der grosszügigen Liquiditätsversorgung der Wirtschaft sowie mit der anhaltenden Schwäche des Euro. Im Mai lag der Euro mit einem Monatsdurchschnittswert von 0,90 Dollar

pro Euro um 22,1% unter dem Stand von Januar 1999; er erholte sich jedoch bis Ende des Monats auf 0,93 Dollar pro Euro. Im Gefolge der EZB erhöhte auch die dänische Zentralbank ihren Diskontsatz um 0,25 bzw. 0,5 Prozentpunkte auf 4,25%.

### **Unveränderte Geldpolitik in Grossbritannien und in Japan**

Die britische Zentralbank liess ihren Leitzins im zweiten Quartal unverändert, nachdem sie ihn im ersten Quartal in zwei Schritten auf 6% erhöht hatte. Die japanische Zentralbank behielt ihre lockere Geldpolitik bei und stellte den Banken Liquidität weiterhin nahezu zinslos zur Verfügung. Der offizielle Diskontsatz betrug unverändert 0,15%.

### **Rückgang der langfristigen Zinssätze**

Die langfristigen Zinssätze, die in allen grossen Industrieländern – ausgenommen in Japan – im Laufe des Jahres 1999 kräftig gestiegen waren und im Januar einen Höchststand erreicht hatten, bildeten sich ab Februar zurück. In den USA sanken sie zwischen Januar und April um 0,7 Prozentpunkte auf 6%, in Grossbritannien um 0,5 Punkte auf 5,3% und im Euro-Gebiet um 0,3 Punkte auf 5,4%. Unverändert bei 1,8% verharrten die Langfristzinsen in Japan. Der Zinsrückgang in den USA und in Europa widerspiegelt einen Rückgang der Teuerungserwartungen infolge der deutlichen Straffung der Geldpolitik.

## 1.3 Konjunkturaussichten

### Revision der Wachstumsprognosen nach oben

In ihrer Prognose vom Juni revidierte die OECD die Wachstumsraten für die Industrieländer deutlich nach oben. Sie rechnet neu für das Jahr 2000 mit einem realen Wirtschaftswachstum von 3,7%, verglichen mit 2,9% im vergangenen Dezember. Die Prognose für die USA wurde um 1,4 Prozentpunkte erhöht, diejenige für die europäischen Länder um durchschnittlich 0,5 Prozentpunkte. Im Jahre 2001 dürfte der Aufschwung gemäss der OECD-Prognose anhalten, das Wachstum in den meisten grossen Industrieländern jedoch weniger hoch ausfallen als im laufenden Jahr. Für die Regionen ausserhalb der OECD wird für das Jahr 2000 ein reales Wachstum von fast 5% prognostiziert (1999: 3,5%), wobei sich die Lage in allen Regionen bessern dürfte.

Als Folge des höheren Wirtschaftswachstums wurden die Inflationsprognosen nach oben angepasst. Insgesamt bleibt die Teuerung jedoch moderat; der Konsumdeflator steigt gemäss der OECD in den Jahren 2000 und 2001 um je knapp 2% (1999: 1,2%). Die Arbeitslosenquote dürfte – insbesondere in der EU – stärker zurückgehen, als im letzten Dezember erwartet worden war.

Prognosen der OECD

Tabelle 1

	Wirtschaftswachstum <sup>1</sup>			Teuerung <sup>2</sup>			Arbeitslosenquote <sup>3</sup>		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001	1999	2000	2001
Europäische Union	2,3	3,3	3,1	1,6	2,1	2,2	9,2	8,5	7,9
Deutschland	1,5	2,8	3,0	0,8	1,4	1,6	9,0	8,5	7,7
Frankreich	2,7	3,5	2,9	0,8	1,4	1,8	11,1	10,0	9,0
Grossbritannien	2,1	3,2	2,4	2,4	2,5	2,8	5,9	5,7	5,8
Italien	1,4	2,7	2,9	2,2	2,5	2,3	11,5	11,0	10,5
USA	4,2	4,5	2,9	1,6	2,3	2,2	4,2	4,0	4,3
Japan	0,3	1,3	2,4	-0,5	-0,3	-0,1	4,7	4,8	4,8
Schweiz	1,7	2,4	2,3	0,4	1,6	1,8	2,7	2,2	2,0
OECD	2,9	3,7	3,1	1,2	1,9	1,9	6,6	6,2	6,1

1 Reales Bruttoinlandprodukt, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

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

3 in Prozent der Erwerbsbevölkerung

Quelle: OECD Economic Outlook, Juni 2000

## 2 Monetäre Entwicklung

### 2.1 Zinsen

#### Höhere Geldmarktzinsen

Die Nationalbank straffte im Laufe des ersten Quartals 2000 schrittweise ihre Geldpolitik, um der zunehmenden Inflationsgefahr in der Schweiz entgegen zu steuern. Sie reagierte damit auf eine Reihe von Indikatoren, die eine Beschleunigung des Wirtschaftswachstums anzeigten. Am 3. Februar erhöhte sie das Zielband für den dreimonatigen Libor, den Zinssatz für dreimonatige Frankenanlagen am Interbankenmarkt in London, von 1,25–2,25% auf 1,75–2,75% und am 23. März nochmals auf 2,5–3,5%.

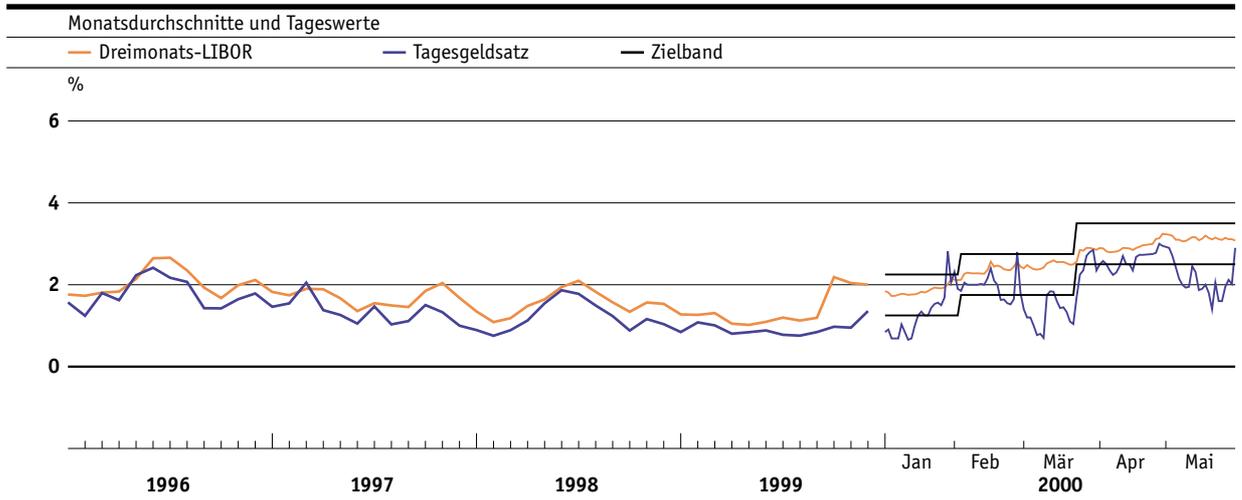
Im Zuge dieser Straffung der Geldpolitik stiegen die schweizerischen Geldmarktsätze deutlich an. Der Tagesgeldsatz, der im Durchschnitt des vierten Quartals 1999 1,09% betragen hatte, kletterte auf durchschnittlich 1,58% im ersten Quartal und 2,41% im April und Mai. Im gleichen Zeitraum stieg der dreimonatige Zinssatz für Eurofrankenanlagen (Libor) von 2,08% auf 2,26% und 3,03%.

Die dreimonatigen Frankenzinsen stiegen insgesamt stärker als die vergleichbaren Zinssätze für Dollar-, Euro- und Yenanlagen. Damit sank die Zinsdifferenz zwischen dreimonatigen Euro- und Frankenzinssätzen auf 1,29 Prozentpunkte im Durchschnitt des ersten Quartals bzw. 1,12 Prozentpunkte im April und Mai. Die Zinsdifferenz zwischen dreimonatigen Dollar- und Frankenanlagen verringerte sich im gleichen Zeitraum auf 3,86 bzw. 3,51 Prozentpunkte, während sich jene zwischen Yen- und Frankenanlagen auf –2,12 bzw. –2,92 Prozentpunkte ausweitete.

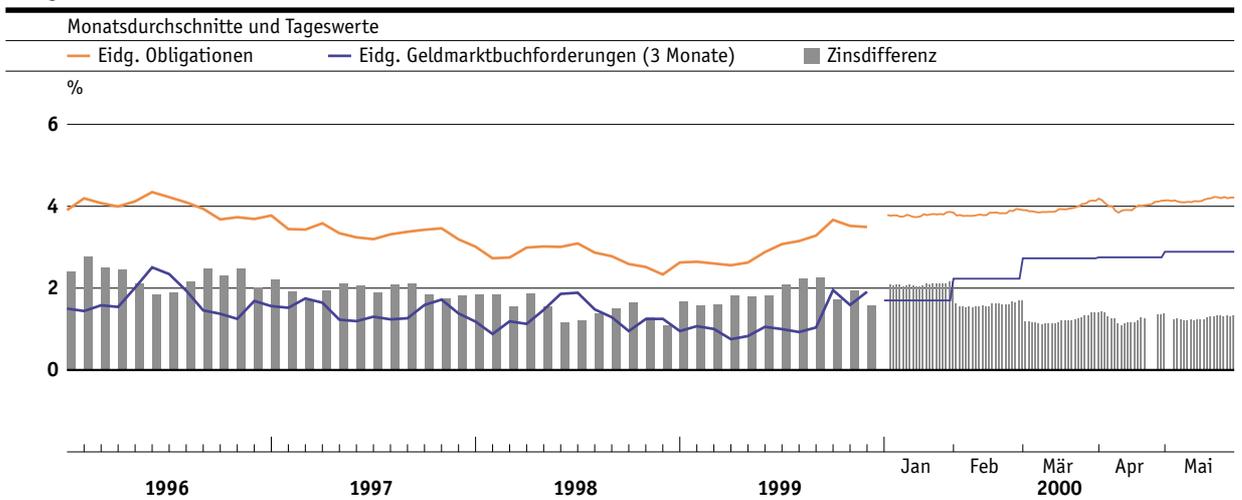
#### Höhere Obligationenrenditen

Die Rendite eidgenössischer Anleihen mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren erhöhte sich im Laufe des ersten Quartals deutlich. Im Quartalsdurchschnitt betrug sie 3,85% gegenüber 3,56% in der Vorperiode. Im April und Mai kletterte sie auf 4,01% bzw. 4,16%. Da die Geldmarktzinsen im gleichen Zeitraum noch stärker stiegen, sank die Differenz zwischen lang- und kurzfristigen Zinssätzen.

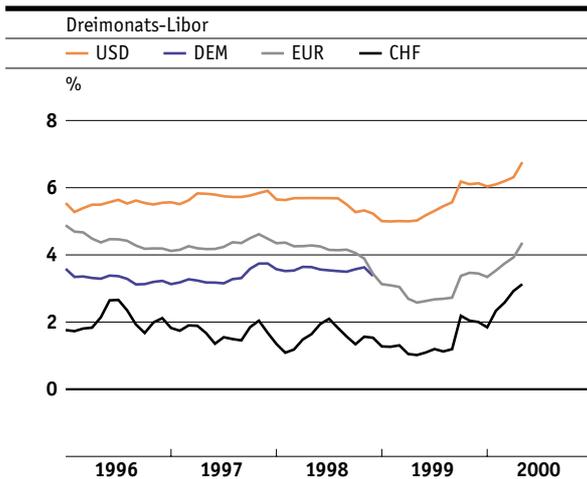
Die schweizerischen Anleihenrenditen liegen nach wie vor zwischen den japanischen und den amerikanischen bzw. europäischen Vergleichswerten. Der Abstand zu den Renditen amerikanischer und europäischer Staatsanleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren nahm seit Anfang Jahr tendenziell ab und betrug im Mai noch 2,28 bzw. 1,36 Prozentpunkte. Hingegen war gegenüber japanischen Staatsanleihen ein deutlicher Anstieg auf 2,46 Prozentpunkte festzustellen.



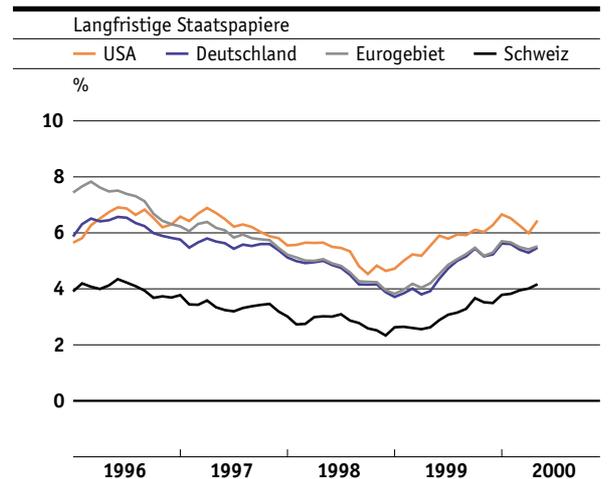
Obligationenrendite und Zinsstruktur



Zinssätze im Ausland



Zinssätze im Ausland



Grafiken 2.1 und 2.3: Quelle: SNB

Grafik 2.2: Eidg. Obligationen: Durchschnittsrendite, berechnet nach Fälligkeit bzw. Kündbarkeit, je nachdem, ob die Kurse unter bzw. über dem Kurs der vorzeitigen Rückzahlung liegen. Geldmarktbuchforderungen: Rendite bei Auktion. Bei mehreren Auktionen pro Monat: letzte des Monats. Quelle: SNB

Grafik 2.4: 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 2.2. Quelle: BIZ

### **Leichter Anstieg der Hypothekarzinsen**

Der Anstieg der Geldmarktzinsen und Obligationenrenditen veranlasste die Banken, auch ihre Zinssätze auf Spareinlagen, Kassenobligationen und Hypothekarkrediten anzuheben. Die Kantonalbanken verzinsten ihre Spareinlagen Anfang Juni mit 1,37%, gegenüber 1,19% Anfang Januar. Im gleichen Zeitraum erhöhten sie ihre Kassenobligationszinsen von 3,32% auf 3,99%. Der durchschnittliche Zinssatz der Kantonalbanken auf flexibel verzinslichen Hypotheken betrug Anfang Juni 4,13% (alte Hypotheken) bzw. 4,29% (neue Hypotheken). Anfang Jahr hatten die entsprechenden Zinssätze noch 3,80% bzw. 4,08% betragen.

### **Höhere Aktienkurse**

Nachdem die Schweizer Börse im Jahre 1999 und zu Beginn des laufenden Jahres einen teilweise deutlich schwächeren Kursanstieg verzeichnet hatte als die meisten ausländischen Börsenplätze, begann sich die Differenz ab März zu verringern. Darin widerspiegelt sich vor allem die Kursentwicklung der Aktien von Technologiefirmen, die in der Schweiz tendenziell weniger stark vertreten sind als im Ausland. Der Technologiesektor, der bis Anfang März weltweit die stärksten Kursgewinne erzielt hatte, verlor im April und Mai deutlich an Boden. Im Gegenzug wurden die Titel der traditionellen Sektoren (Pharma, Nahrungsmittel, Banken usw.) wieder etwas höher bewertet. Ende Mai lagen die schweizerischen Indizes, Swiss Market Index (SMI) und Swiss Performance Index (SPI), um 2,4% bzw. 4,9% über dem Stand von Anfang Jahr. Im gleichen Zeitraum stagnierte der europäische DJ Stoxx Gesamt (+0,2%), während der amerikanische S&P 500 3,3% und der japanische Nikkei 225 13,7% einbüssten.

## 2.2 Wechselkurs

### Schwacher Euro

Die Devisenmärkte waren im ersten Quartal des Jahres durch das geschwundene Vertrauen in die europäische Einheitswährung geprägt. Während sich der Dollar in Erwartung einer erneuten Erhöhung der amerikanischen Leitzinsen im April und Mai weiter festigte, blieb die Zinserhöhung der EZB von Ende April zunächst ohne wesentliche Auswirkungen auf den Euro. Die günstigeren Konjunkturaussichten in den Kernländern des Eurogebietes und die damit verbundene Erwartung weiterer Zinserhöhungen in Europa vermochten die pessimistische Stimmung gegenüber der europäischen Einheitswährung gegen Ende Mai jedoch etwas zu vertreiben. Ende Mai wurde der Euro mit einem Kurs von 0,93 Dollar pro Euro gehandelt; damit notierte er 8% tiefer als zu Jahresbeginn und rund 20% tiefer als bei seiner Einführung im Januar 1999. Gegenüber dem britischen Pfund schloss der Euro Ende Mai gleich stark wie zu Jahresbeginn.

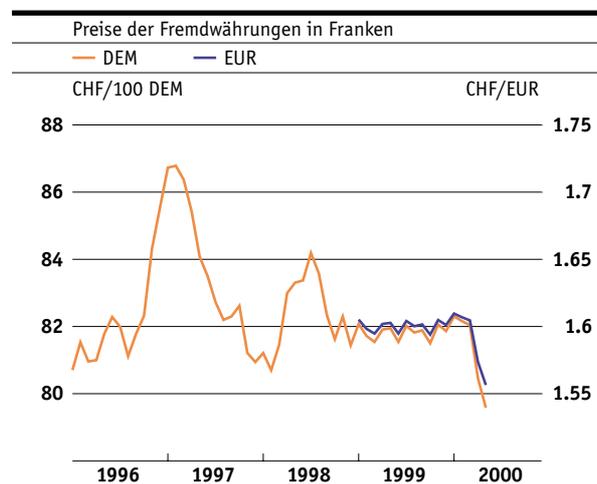
### Leichte Höherbewertung des Frankens gegenüber dem Euro

Der Franken gewann gegenüber dem Euro an Wert und notierte Ende Mai mit 1,57 Franken pro Euro um 2,1% fester als zu Jahresbeginn. Diese Entwicklung wurde vor allem durch den Zinssatzentscheid der Nationalbank von Ende März gestützt. Gegenüber dem amerikanischen Dollar wirkte sich die Erhöhung des Zinsbandes allerdings nur kurzfristig aus; der Franken tendierte weiterhin schwach und wurde Ende Mai mit 1,67 Franken pro Dollar um 5,6% tiefer als zu Jahresbeginn gehandelt.

Der exportgewichtete, reale Aussenwert des Frankens stieg von Januar bis Mai wieder leicht (0,9%). Gegenüber dem Euro wurde der Franken inflationsbereinigt um 2,0% höher bewertet. Hingegen büsste er gegenüber dem amerikanischen Dollar, dem japanischen Yen und dem britischen Pfund um 8,1%, 4,6% bzw. 0,7% ein. Im Vergleich zum Stand vor Jahresfrist lag sein exportgewichteter, realer Aussenwert im Mai um 1,5% tiefer.

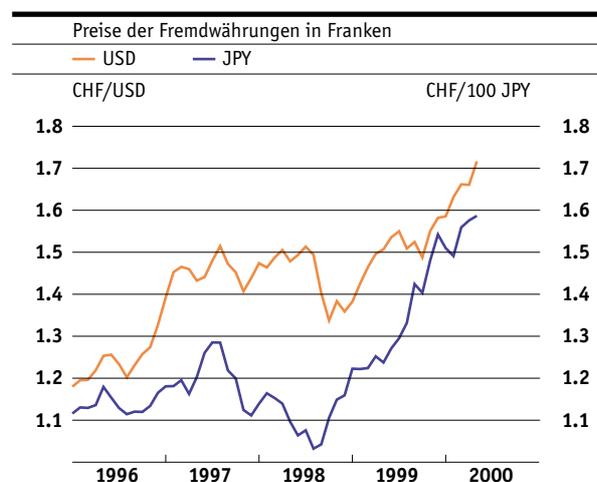
Devisenkurse

Grafik 2.5



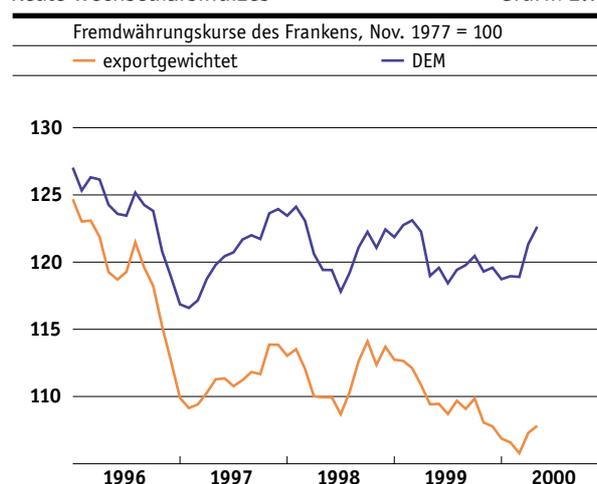
Devisenkurse

Grafik 2.6



Reale Wechselkursindizes

Grafik 2.7



Grafiken 2.5, 2.6 und 2.7:  
Quelle: SNB



## Notenbankgeldmenge und ihre Komponenten

Tabelle 2

	1998	1999	1999				2000			
			1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	März	April	Mai
Notenumlauf <sup>1</sup>	29,6	30,8	30,6	30,5	30,2	31,9	32,1	31,6	31,6	31,1
Veränderung <sup>2</sup>	1,9	4,2	4,2	3,6	3,2	5,8	4,8	3,7	3,5	1,8
Giroguthaben <sup>1</sup>	4,1	3,7	4,0	3,7	3,6	3,4	3,4	3,5	2,9	3,3
Veränderung <sup>2</sup>	9,4	-9,2	2,7	-3,9	-9,3	-23,7	-14,4	-10,0	-19,0	-12,1
NBGM <sup>1,3</sup>	33,6	34,5	34,6	34,2	33,9	35,4	35,5	35,0	34,5	34,3
SBNBGM <sup>1,4</sup>	33,7	34,5	34,2	34,3	34,4	35,0	35,4	35,0	34,7	34,5
Veränderung <sup>2</sup>	3,0	2,4	3,2	2,9	1,9	1,5	3,4	2,7	1,3	0,1

## Breit definierte Geldaggregate und ihre Komponenten<sup>5</sup>

Tabelle 3

	1998	1999	1999				2000			
			1. Q. <sup>p</sup>	2. Q. <sup>p</sup>	3. Q. <sup>p</sup>	4. Q. <sup>p</sup>	1. Q. <sup>p</sup>	März <sup>p</sup>	April <sup>p</sup>	Mai <sup>p</sup>
Bargeldumlauf	1,4	3,0	3,5	2,6	2,5	3,6	3,1	2,3	2,5	1,1
Sichteinlagen	11,2	11,8	7,5	16,2	15,6	8,4	1,6	0,3	-4,8	-4,1
Transaktionskonti	6,5	7,6	4,3	7,5	9,9	9,0	7,2	5,5	3,3	1,8
<b>M<sub>1</sub></b>	<b>8,0</b>	<b>9,0</b>	<b>5,7</b>	<b>11,0</b>	<b>11,6</b>	<b>7,9</b>	<b>3,8</b>	<b>2,4</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,3</b>
Spareinlagen	-0,8	-1,7	-2,8	-1,3	-0,8	-2,1	-4,9	-6,3	-7,1	-8,0
<b>M<sub>2</sub></b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>1,3</b>	<b>4,7</b>	<b>5,3</b>	<b>2,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,6</b>
Termineinlagen	-8,2	-9,0	-0,1	-12,9	-14,8	-7,4	-0,2	3,0	11,7	17,6
<b>M<sub>3</sub></b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,3</b>

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

2 gegenüber Vorjahr in Prozent  
3 NBGM = Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben

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

5 Definition 1995, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent  
p provisorisch

## 2.4 Kredite und Kapitalmarkt

### Solides Kreditwachstum im Inland

Die Ausleihungen der Banken an inländische Kunden lagen Ende März um 5,5% über dem Stand vor Jahresfrist. Das starke Wachstum war in erster Linie auf eine Zunahme der Forderungen gegenüber Kunden zurückzuführen, die mit 12,5% deutlich kräftiger zulegte als die Hypothekarforderungen (+3%). Die Ausleihungen an Kunden im Ausland sanken im gleichen Zeitraum um beinahe 8%.

Trotz ihres kräftigen Wachstums nimmt der Anteil der Inlandkredite an der Bilanzsumme der Banken tendenziell ab. Im Jahre 1995 machten die Inlandkredite noch beinahe die Hälfte der Bilanzsumme aller monatlich meldenden Banken aus. Gegenwärtig beträgt ihr Anteil gerade noch gut einen Viertel. Als Spiegelbild dieser Entwicklung stieg der Anteil der Bruttofinanzaktiva (Flüssige Mittel, Forderungen aus Geldmarktpapieren, Forderungen gegenüber Banken, Finanzanlagen und Handelsbestände in Wertschriften und Edelmetalle) von einem Drittel im Jahr 1995 auf über die Hälfte der Bilanzsumme.

### Zunahme der Emissionstätigkeit

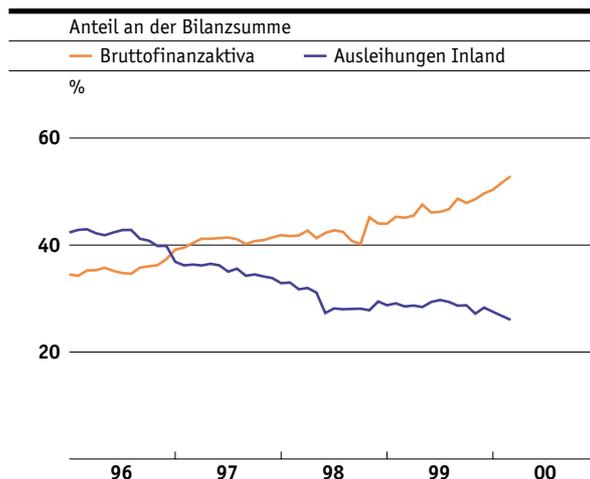
Die Emissionen von Obligationenanleihen und Aktien inländischer Schuldner nahmen im ersten Quartal sowohl gegenüber dem Vorquartal (+6,8 Mrd. Franken) als auch im Vergleich zum Vorjahresquartal (+5 Mrd. Franken) deutlich zu. Nach Abzug der ebenfalls wachsenden Rückzahlungen (+3,7 Mrd. bzw. +1,6 Mrd. Franken) belief sich die Nettobeanspruchung des schweizerischen Kapitalmarktes durch inländische Schuldner auf 4,6 Mrd. Franken, gegenüber 1,4 Mrd. im Vorquartal und 1,1 Mrd. vor Jahresfrist.

Der Bund begab im ersten Quartal wertmässig mehr Anleihen (3,5 Mrd. Franken) als im gleichen Zeitraum des Vorjahres (2,1 Mrd. Franken). Ausserdem fiel vor allem das hohe Emissionsvolumen an Anleihen mit kurzen und mittleren Laufzeiten auf. Die Titel mit Laufzeiten bis acht Jahre erreichten im ersten Quartal einen Anteil von 60% gegenüber 37% vor einem Jahr.

Die Nettokapitalaufnahme ausländischer Schuldner (1,4 Mrd. Franken) bewegte sich bei leicht steigendem Volumen der Emissionen und Rückzahlungen ungefähr in der gleichen Grössenordnung wie im Vorquartal (1 Mrd. Franken). Gegenüber dem Vorjahresquartal nahm sie indessen markant ab (7,3 Mrd. Franken).

Insgesamt erreichte die Nettobeanspruchung des schweizerischen Kapitalmarktes durch inländische und ausländische Emissionen im ersten Quartal 6 Mrd. Franken, verglichen mit 2,4 Mrd. im Vorquartal und 8,5 Mrd. im Vorjahresquartal. Obwohl die Obligationenrenditen tendenziell stiegen, erreichten die Rückzahlungen einen neuen Rekordwert (15,8 Mrd. Franken).

Bankbilanzen Grafik 2.10



	1998	1999	1999				2000
			1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
<b>Anleihen und Aktien, total</b>							
Emissionswert <sup>1</sup>	83,1	75,7	21,4	23,9	16,4	13,9	21,8
Konversion/Rückzahlung	35,8	40,9	12,9	7,8	8,7	11,5	15,8
Nettobeanspruchung	47,3	34,8	8,5	16,2	7,7	2,4	6,0
<b>Schweizerische Obligationenanleihen</b>							
Emissionswert <sup>1</sup>	30,3	28,7	7,5	10,0	5,9	5,3	11,5
Konversion/Rückzahlung	16,0	19,1	6,9	4,6	2,9	4,7	7,8
Nettobeanspruchung	14,3	9,6	0,6	5,4	3,0	0,6	3,7
<b>Schweizer Aktien</b>							
Emissionswert <sup>1</sup>	11,3	5,0	0,8	2,4	0,6	1,2	1,8
Rückzahlung	3,6	2,6	0,2	0,9	1,2	0,3	0,9
Nettobeanspruchung	7,8	2,4	0,5	1,5	-0,5	0,8	0,9
<b>Ausländische Obligationenanleihen<sup>2</sup></b>							
Emissionswert <sup>1</sup>	41,5	42,0	13,2	11,5	9,9	7,4	8,4
Rückzahlung	16,2	19,2	5,9	2,3	4,7	6,4	7,1
Nettobeanspruchung <sup>3</sup>	25,3	22,7	7,3	9,2	5,2	1,0	1,4

1 nach Liberierungsdatum

2 ohne Fremdwährungs-  
anleihen

3 ohne Konversion

### 3 Gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Produktion

#### 3.1 Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion

##### Robustes Wachstum im ersten Quartal

In der Schweiz setzte sich das kräftige Wirtschaftswachstum in den ersten drei Monaten des Jahres 2000 fort. Das Bruttoinlandprodukt stieg gegenüber dem Vorquartal hochgerechnet um 4,0%, verglichen mit 4,4% im vierten Quartal, und lag damit um 3,4% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Die inländische Nachfrage und die Exporte trugen gleichermaßen zum Wachstum bei.

Gestützt durch die Beschleunigung der Bautätigkeit und durch den weiterhin robusten privaten Konsum gewann die Binnennachfrage an Dynamik. Obwohl sich die Nachfrage nach Industriemaschinen und Präzisionsinstrumenten erhöhte, flachte sich das Wachstum der gesamten Ausrüstungsinvestitionen infolge der geringeren Käufe von Flugzeugen weiter leicht ab.

Die Exporte wuchsen weiterhin kräftig. Besonders dynamisch entwickelte sich die Nachfrage aus den USA, den asiatischen Schwellenländern und aus

den osteuropäischen Transitionsländern. Die starke Gesamtnachfrage spiegelte sich wie bereits in der Vorperiode in einer lebhaften Zunahme der Importe.

##### Anhaltende Verbesserung der Industriekonjunktur

Die Lage in der Industrie hellte sich weiter auf. Gemäss der Umfrage der KOF/ETH setzte sich der Aufwärtstrend des Sammelindikators «Geschäftsgang in der Industrie», der im Mai 1999 zu steigen begonnen hatte, im ersten Quartal fort. Im März beurteilte eine deutliche Mehrheit der Unternehmen ihre Lage als zufrieden stellend. Wie bereits im vierten Quartal profitierten sowohl die binnenorientierten als auch die auf den Export ausgerichteten Branchen von der konjunkturellen Schönwetterlage, wobei die Erholung im Exportsektor etwas ausgeprägter war.

##### Wachstumsbeschleunigung in der Exportindustrie

Der Geschäftsgang in den exportorientierten Branchen besserte sich seit Herbst 1999 markant. Gestützt wurde diese Entwicklung durch die konjunkturelle Erholung bei den meisten Handelspartnern der Schweiz und durch die Abschwächung des Frankens gegenüber dem Dollar. Der Bestellungseingang beschleunigte sich, so dass die Auftragsbestände

#### Bruttoinlandprodukt und seine Komponenten

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

Tabelle 5

	1998	1999	1999				2000
			1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
Privater Konsum	1,4	1,3	1,5	0,9	1,4	1,4	1,7
Konsum Staat und Sozialversicherungen	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlageinvestitionen	1,1	0,9	0,7	0,8	1,3	1,0	0,9
Bau	0,1	0,2	-0,4	0,3	0,3	0,5	0,5
Ausrüstungen	1,0	0,8	1,1	0,5	1,0	0,5	0,3
<b>Inländische Endnachfrage</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>1,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>
Lager	1,7	-0,1	-0,7	-1,1	0,8	0,5	1,2
Exporte total	1,9	1,9	0,5	1,0	1,7	4,3	5,4
<b>Gesamtnachfrage</b>	<b>6,0</b>	<b>4,1</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>	<b>5,2</b>	<b>7,1</b>	<b>9,2</b>
Importe total	-3,9	-2,4	-1,1	-0,6	-3,6	-4,2	-5,8
<b>BIP</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>3,0</b>	<b>3,4</b>

Quelle: BfS, seco

trotz einer höheren Produktion kontinuierlich zunah-  
men. Erstmals seit dem Jahre 1990 wurden diese im  
ersten Quartal als zufrieden stellend beurteilt.

### Positive Entwicklung in der Binnenindustrie

Auch bei den binnenorientierten Branchen  
verbesserte sich die Geschäftslage. Die Bestel-  
lungseingänge stiegen stärker als im Vorquartal und  
schlugen sich in einer Erhöhung der Auftragsbe-  
stände nieder. Obwohl diese immer noch von einer  
Mehrheit der Unternehmen als zu knapp beurteilt  
wurden, nahm die Produktion zwischen Januar und  
März verstärkt zu.

### Günstige Aussichten für die kurze und mittlere Frist

Die Unternehmen rechnen in den kommenden  
Monaten mit einer anhaltend starken Nachfrage,  
nicht aber mit einer weiteren Beschleunigung. Nur  
die stark binnenorientierte Industrie erwartet wei-  
ter wachsende Bestellungseingänge. Angesichts der  
geschrumpften Lager an Fertigprodukten planen die  
Unternehmen eine Ausdehnung der Produktion im  
zweiten Quartal. Dementsprechend sehen sie ver-  
mehrte Einkäufe von Rohstoffen und Halbfabrika-  
ten vor.

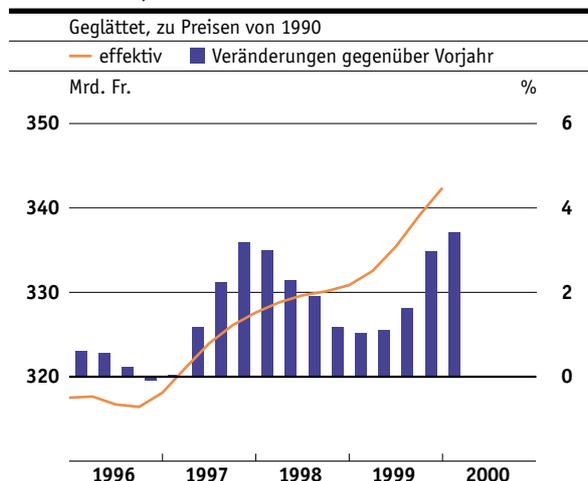
Das von der KOF/ETH berechnete Konjunktur-  
barometer erhöhte sich im März deutlich. Es gibt mit  
einem Vorlauf von sechs bis neun Monaten über die  
Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Wertschöp-  
fung Auskunft und steigt bereits seit dem vierten  
Quartal 1998. Die erneute Erhöhung deutet darauf  
hin, dass das starke Wirtschaftswachstum zumindest  
bis zum dritten Quartal 2000 anhalten dürfte.

### Nach oben revidierte BIP-Prognosen

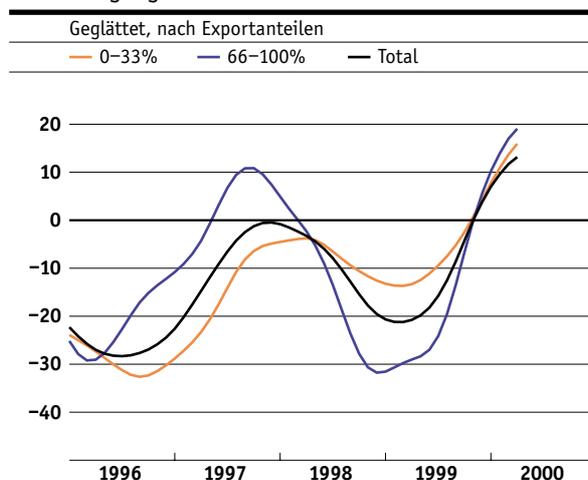
Die dynamische Entwicklung der schweizeri-  
schen Wirtschaft im ersten Quartal und die günstigen  
Konjunkturaussichten liessen alle Prognoseinstitute  
ihre Wachstumsprognosen für das Jahr 2000 nach  
oben revidieren. Im Juni betrug die Konsensusprog-  
nose<sup>1</sup> für das Wachstum des realen Bruttoinland-  
produkts 3,0%, gegenüber 2,4% im März und 2%  
im Dezember 1999. Dies entspricht der Prognose der  
Nationalbank, die nun mit einem Wachstum von 3%  
rechnet; im Herbst 1999 hatte sie eine Zunahme von  
lediglich 1,8% erwartet.

1 Am vierteljährlichen Business Economists' Consensus (BEC) vom Juni nahmen 25 Volkswirtschaftler aus 23 Banken, Unternehmen und Konjunkturforschungsstellen teil. Der BEC wird im Auftrag der Vereinigung der Business Economists von der Zürcher Kantonalbank erhoben und ausgewertet.

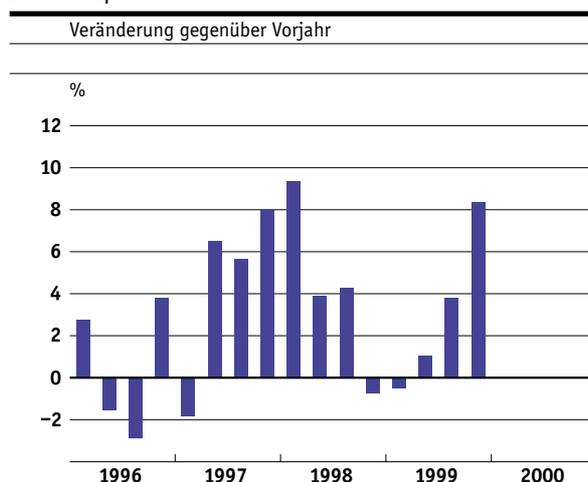
Bruttoinlandprodukt Grafik 3.1



Geschäftsgang in der Industrie Grafik 3.2



Industrieproduktion Grafik 3.3



Grafik 3.1:  
Quartalschätzung annualisiert  
Quelle: seco

Grafik 3.3: Quelle BfS

Grafik 3.2: Der Sammelindikator  
«Geschäftsgang in der Industrie»  
setzt sich aus den Ergebnissen  
folgender vier Fragen zusammen:  
Bestellungseingang und Produk-  
tion gegenüber dem Vorjahres-  
monat sowie den Beurteilungen  
des Auftragsbestandes und der  
Fertigfabrikatelage.  
Quelle: Konjunkturforschungs-  
stelle der ETH Zürich (KOF/ETH)

## 3.2 Aussenhandel und Ertragsbilanz

### Anhaltend kräftiges Wachstum der Güterexporte

Die weltweit günstige Konjunkturlage und die Abschwächung des Frankens insbesondere gegenüber dem Dollar stimulierten weiterhin die Exporttätigkeit. Die nominellen<sup>1</sup> Ausfuhren nahmen im ersten Quartal innert Jahresfrist arbeitstagbereinigt<sup>2</sup> um 10,4% zu, gegenüber 12,2% in der Vorperiode.

Die leichte Wachstumsverlangsamung gegenüber dem vierten Quartal war auf eine Abschwächung bei den Konsumgüterausfuhren, insbesondere von Pharmaprodukten und von Uhren, zurückzuführen. Die Ausfuhren von Ausrüstungsgütern stiegen dagegen mit 10,5% etwas stärker als im vierten Quartal (7,5%). Sowohl die Exporte von Industriemaschinen als auch von Büromaschinen legten deutlich zu. Die Ausfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten expandierten mit 8,8% im gleichen Rhythmus wie in der Vorperiode.

### Moderate Nachfrage aus der EU

Nach Absatzgebieten gegliedert fiel das Exportwachstum unterschiedlich aus. Die Ausfuhren in die EU nahmen nominell und arbeitstagbereinigt um 5,2% und damit unterdurchschnittlich zu. Während die Exporte nach Deutschland um 6,1% stiegen, waren diejenigen nach Frankreich rückläufig (-4,9%). Ins Gewicht fiel die massive, möglicherweise durch Sortimentsverschiebungen verursachte Abnahme von Pharmaexporten, die rund 20% der Ausfuhren in dieses Land ausmachen. Die Lieferungen nach Italien, Spanien und in die Länder des Benelux nahmen dagegen erneut stark zu.

### Reale Ausfuhren nach Verwendungszweck<sup>3</sup> Veränderungen gegenüber Vorjahr in Prozent<sup>4</sup>

Tabelle 6

	1998 <sup>5</sup>	1999	1999				2000
			1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
Total	4,7	3,4	0,1	1,0	2,3	10,3	13,9
Rohstoffe und Halbfabrikate	4,6	2,0	-3,4	-2,5	5,7	8,1	12,3
Investitionsgüter	6,3	2,6	1,5	-0,1	0,4	8,6	14,0
Konsumgüter	3,3	5,4	1,6	5,1	1,6	13,4	14,6
Ausfuhrpreise	-0,9	1,3	0,2	-1,0	2,9	3,2	-

### Reale Einfuhren nach Verwendungszweck<sup>3</sup> Veränderungen gegenüber Vorjahr in Prozent<sup>4</sup>

Tabelle 7

	1998 <sup>5</sup>	1999	1999				2000
			1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
Total	8,1	8,4	6,7	4,8	11,3	10,6	13,8
Rohstoffe und Halbfabrikate	5,0	3,7	-1,9	1,7	2,8	12,1	19,0
Investitionsgüter	12,2	12,4	15,3	8,5	19,2	6,4	7,9
Konsumgüter	9,7	10,2	8,6	5,7	13,2	13,6	9,4
Einfuhrpreise	-4,1	-2,1	-3,2	-2,9	-2,5	0,2	-

1 Die Indizes der realen Exporte und Importe für das erste Quartal sind noch nicht verfügbar. Im Text werden deshalb die nominellen Werte kommentiert.

2 In diesem Abschnitt werden die arbeitstagbereinigten Werte beschrieben. Da das erste Quartal 2000 zwei Arbeitstage mehr auswies als das erste Quartal 1999, liegen die arbeitstagbereinigten Zuwachsraten um etwa 3 Prozentpunkte tiefer als die in den Tabellen 6 und 7 sowie in Grafik 3.5 aufgeführten offiziellen Daten.

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

4 nicht arbeitstagbereinigt  
5 revidiert  
6 nominelle Werte, siehe Fussnote 1  
Quelle: Eidg. Oberzolldirektion

### Starkes Wachstum der Exporte nach den USA, Asien und Osteuropa

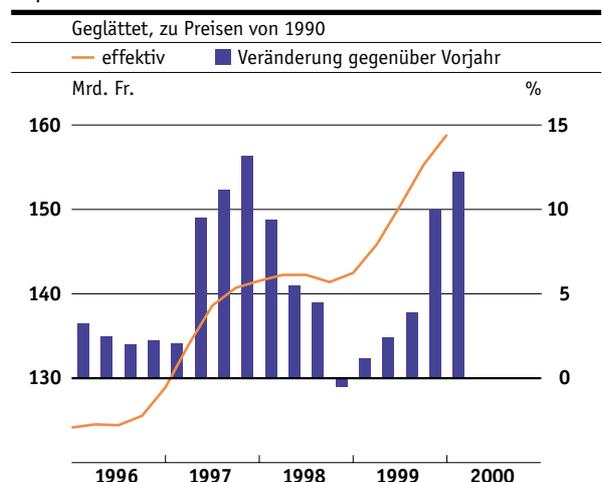
Die Ausfuhren nach den USA stiegen um 20,8% und wuchsen damit annähernd so stark wie im vierten Quartal (25,3%). Gestützt durch die seit Ende 1998 anhaltende Aufwertung des Yen gegenüber dem Franken expandierten die Exporte nach Japan ebenfalls kräftig (9,4%). Die Erholung der asiatischen Schwellenländer spiegelte sich wie bereits im vierten Quartal in einem markanten Wachstum der Exporte in diese Region (28,2%). Auch die osteuropäischen (26,4%) und die erdölexportierenden Länder (18,8%) fragten verstärkt schweizerische Produkte nach.

### Anhaltendes Importwachstum

Die starke Gesamtnachfrage in der Schweiz war von unvermindert kräftig steigenden Güterimporten begleitet. Nominell und arbeitstagbereinigt

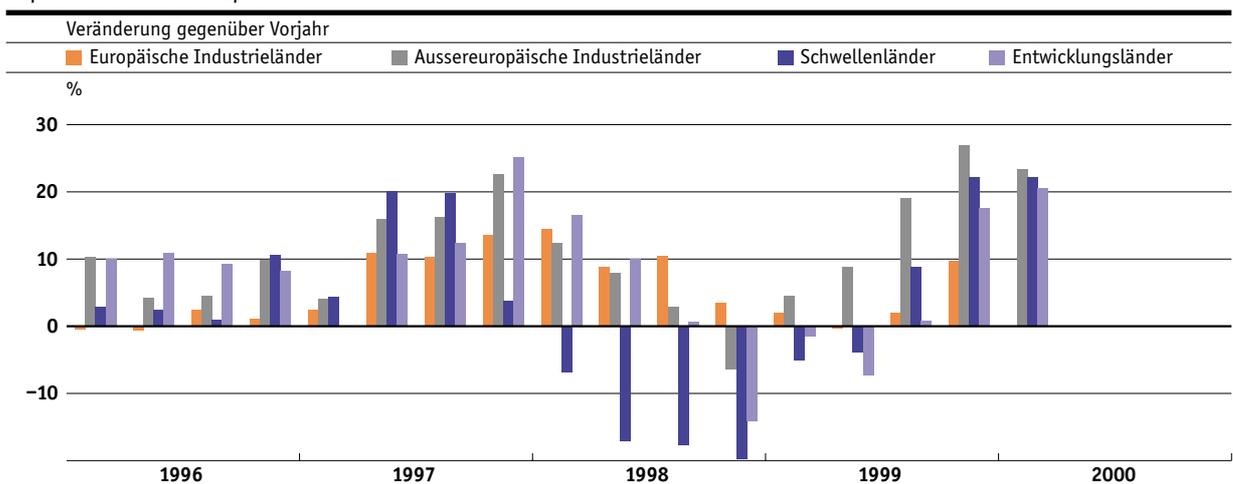
lagen sie im ersten Quartal um 10,3% über dem Vorjahresstand, gegenüber 9,2% in der Vorperiode. Am stärksten stiegen erneut die Einfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten (15,5%). Diese Entwicklung spiegelte den guten Geschäftsgang in der Industrie, insbesondere in der Metall- und Maschinenindustrie. Die Einfuhren von Investitionsgütern schwächten sich dagegen ab. Sie stiegen innert Jahresfrist noch um 4,4%, nach 6,8% im vierten Quartal. Die Einfuhren von Industriemaschinen und Präzisionsinstrumenten wuchsen zwar beschleunigt, sie vermochten aber die Einbussen bei den Büromaschinen und den Flugzeugen nicht zu kompensieren. Die robuste Nachfrage der Haushalte führte zu einem beschleunigten Anstieg der Konsumgüterimporte (5,9%). Gegenüber

Exporte Grafik 3.4



Exporte nach Handelspartnern

Grafik 3.5



Grafik 3.4: Quartalschätzung annualisiert, inkl. Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine sowie Kunstgegenstände und Antiquitäten (Total 2)  
Quelle: seco

Grafik 3.5: Ohne Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine sowie Kunstgegenstände und Antiquitäten (Total 1).  
Quelle: Eidg. Zollverwaltung

dem vierten Quartal 1999 gewannen insbesondere die Importe von dauerhaften Konsumgütern – von Personenwagen, Schmuck und Unterhaltungselektronik – an Dynamik, während die Einfuhren von Nahrungsmitteln, Getränken und von pharmazeutischen Produkten an Schwung einbüssten.

### Ertragsbilanz

Die nominellen Güterexporte und -importe (Spezialhandel) nahmen im ersten Quartal mit 14,0% bzw. 14,4% gegenüber dem Vorjahr im Gleichschritt zu, sodass das Defizit der Handelsbilanz annähernd gleich hoch ausfiel wie im ersten Quartal 1999 (0,5 Mrd. Franken.) Der Saldo des gesamten Warenverkehrs, der neben der elektrischen Energie auch den Handel mit Edelmetallen, Edel- und Schmucksteinen sowie Kunstgegenständen und Antiquitäten erfasst, schloss dagegen infolge ausserordentlich hoher Importe von Edelmetallen (Palladium) mit einem deutlich höheren Defizit (2,0 Mrd. Franken). Der Aktivsaldo der Dienstleistungsbilanz erhöhte sich um 1,2 Mrd. auf 7,2 Mrd. Franken. Diese Zunahme war vor allem auf das starke Wachstum der Kommissions-einnahmen der Banken sowie höhere Einnahmen aus dem Fremdenverkehr zurückzuführen. Der Aktivsaldo der Arbeits- und Kapitaleinkommen stieg um 1,9 Mrd. auf 6,4 Mrd. Franken. Die Nettoerträge aus den Portfolioanlagen und den Direktinvestitionen übertrafen ihren Vorjahresstand, während die Nettoerträge aus dem Zinsengeschäft der Banken leicht zurückgingen. Damit resultierte im ersten Quartal ein Überschuss der Ertragsbilanz von 10,2 Mrd. Franken, gegenüber 8,6 Mrd. im ersten Quartal 1999. Er betrug damit 10,6% des nominellen Bruttoinlandprodukts.

## 3.3 Investitionen

Die Anlageinvestitionen wuchsen im ersten Quartal leicht stärker als in der Vorperiode. Innert Jahresfrist stiegen sie um 3,9%, nach einer Zunahme von 3,4% im vierten Quartal 1999. Während das Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen abflachte, nahmen die Bauinvestitionen beschleunigt zu.

### Deutliche Beschleunigung der Bauinvestitionen

Die realen Bauinvestitionen lagen im ersten Quartal um 5,8% über dem entsprechenden Vorjahresstand, nach 3,6% im Vorquartal.

Gemäss der Umfrage des Schweizerischen Bau- meisterverbandes (SBV) meldeten erneut alle Sparten eine verstärkte Bautätigkeit. Besonders stark expandierten der öffentliche und der gewerblich-industrielle Bau. Der Wohnungsbau nahm weniger stark zu, bewegte sich aber weiterhin auf einem stabilen Wachstumspfad. Insgesamt lag die Bautätigkeit um 14% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass diese im ersten Quartal 1999 witterungsbedingt stark eingeschränkt war.

Vom Aufschwung in der Bauwirtschaft profitierte insbesondere die Zementindustrie. Gemäss den Angaben des Verbandes der schweizerischen Zementindustrie Cemsuisse lagen die Zementlieferungen im ersten Quartal um 20,2% über dem entsprechenden Vorjahresstand, nachdem sie im vierten Quartal um 7,2% zugenommen hatten.

Ertragsbilanz Salden in Mrd. Franken

Tabelle 8

	1998 <sup>1</sup>	1999 <sup>2</sup>	1999 <sup>2</sup>				2000 <sup>2</sup>
			1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
Waren	-2,2	-0,2	-0,6	0,1	0,0	0,3	-2,0
Spezialhandel <sup>3</sup>	2,0	0,1	-0,4	0,4	-0,2	1,3	-0,5
Dienste	19,0	21,2	6,0	4,9	5,0	5,3	7,2
Fremdenverkehr	1,0	0,6	1,0	-0,3	0,0	-0,1	1,2
Arbeits- und Kapitaleinkommen	23,2	28,9	4,5	8,2	8,4	7,8	6,4
Kapitaleinkommen	29,7	34,5	6,2	9,9	10,0	9,5	8,1
Laufende Übertragungen	-5,4	-5,4	-1,4	-1,4	-1,3	-1,3	-1,4
<b>Total Ertragsbilanz</b>	<b>34,6</b>	<b>44,6</b>	<b>8,6</b>	<b>11,9</b>	<b>12,0</b>	<b>12,1</b>	<b>10,2</b>

1 revidiert

2 Schätzung

3 Ab 1. Quartal 2000 wird unter dem Spezialhandel anstelle des Totals 2 das Total 1 ausgewiesen, das den Handel mit Edelmetallen, Edel- und Schmucksteinen sowie Kunstgegenständen und Antiquitäten ausschliesst.

## Günstige Aussichten

Die Aussichten für ein weiterhin breit abgestütztes Wachstum der Bauinvestitionen stehen gut. Die Bauwirtschaft profitiert in zunehmenden Masse von den Eisenbahngrossprojekten (Bahn 2000) und der NEAT. Auch vom gewerblich-industriellen Bereich, wo die Leerstände inzwischen deutlich gesunken sind, dürften verstärkte Impulse ausgehen. Die verbesserte Lage am Arbeitsmarkt und die gestiegenen verfügbaren Einkommen der Haushalte wiederum stützen die Nachfrage nach Wohnraum. Die Zahl der baubewilligten Wohnungen nahm im Laufe des Jahres 1999 deutlich zu und lag im ersten Quartal um 12% höher als vor Jahresfrist. Tendenziell dämpfend wirkt dagegen die seit Herbst 1999 erfolgte Erhöhung der Hypothekarzinssätze sowie die wiederum leicht steigenden Baupreise.

Die Indikatoren des vierteljährlichen Bautests der KOF/ETH für das erste Quartal bestätigen das günstige Bild: Die Bauunternehmen im Hoch- und Tiefbau erwarten für das zweite Quartal und die mittlere Frist weiterhin zunehmende Auftragseingänge, wobei die Erwartungen im Tiefbau besonders optimistisch sind. In beiden Sparten ist eine erneute Ausweitung der Beschäftigung geplant, und es wird mit höheren Preisen gerechnet.

## Noch kein eindeutiger Trend bei den Immobilienpreisen

Gemäss den vom Rauminformationsbüro Wüest & Partner berechneten Immobilienpreisindizes verharren die Angebotspreise weiterhin auf tiefem Niveau. Nachdem die Preise für Eigentumswohnungen und Mietwohnungen Mitte 1999 ihren Tiefststand

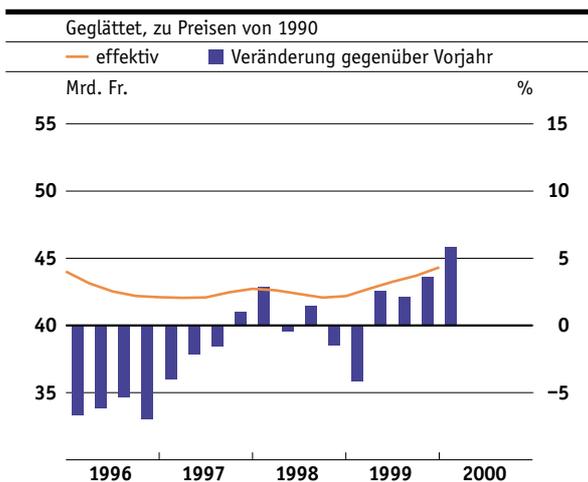
erreicht hatten, bewegten sie sich im vierten Quartal 1999 sowie im ersten Quartal 2000 wieder geringfügig nach oben. Der Preisindex für Einfamilienhäuser stagnierte dagegen. Die Preise für Büroflächen nahmen leicht zu, lagen aber noch geringfügig unter dem entsprechenden Vorjahreswert. Im Vergleich zum Vorjahr war eine Verknappung des Angebots zu beobachten, die in den Wirtschaftszentren Zürich und Genf besonders stark ausfiel.

## Weniger dynamische Ausrüstungsinvestitionen

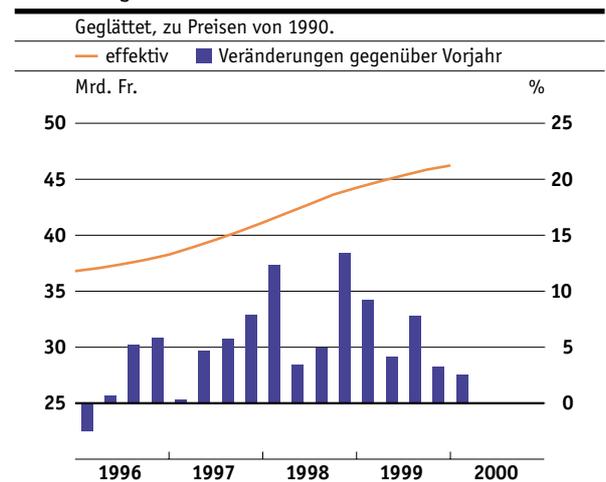
Das Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen schwächte sich im ersten Quartal weiter ab. Ins Gewicht fiel insbesondere die rückläufige Nachfrage nach Flugzeugen. Innert Jahresfrist nahmen die Ausrüstungsinvestitionen noch um 2,6% zu, nach 3,3% in der Vorperiode.

Die im Mai publizierte vierteljährliche Umfrage von Swissmem, des Branchenverbandes der Maschinen-, Elektro- und Metallindustrie, deutet indessen auf eine anhaltend lebhaftere Nachfrage nach inländischen Investitionsgütern hin. Der Auftragseingang aus dem Inland stieg im ersten Quartal um 22% gegenüber dem Vorjahr, nach einer Zunahme von 28% im vierten Quartal 1999. Dieser starke Anstieg war teilweise auf die Abschwächung des Frankens gegenüber dem Dollar zurückzuführen, welche die ausländischen Investitionsgüter verteuerte. Im laufenden Jahr kann angesichts der günstigen Konjunkturaussichten und der steigenden Kapazitätsauslastung mit einer robusten Investitionstätigkeit gerechnet werden. Dabei dürften vermehrt Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen getätigt werden und das Rationalisierungsmotiv etwas in den Hintergrund rücken.

Bauinvestitionen Grafik 3.6



Ausrüstungsinvestitionen Grafik 3.7



Grafik 3.6 und 3.7:  
 Quartalschätzung annualisiert  
 Quelle: seco

## 3.4 Konsum

### Robuster privater Konsum

Der private Konsum, der bereits in der zweiten Jahreshälfte 1999 als wichtige Konjunkturstütze gewirkt hatte, wuchs im ersten Quartal weiterhin kräftig. In der ersten Jahresfrist nahm er um 2,7% zu, gegenüber 2,3% in der Vorperiode.

Die realen Detailhandelsumsätze stagnierten zwar, nach einer Zunahme von 1,1% in der Vorperiode. Diese Verlangsamung war hauptsächlich darauf zurückzuführen, dass das Ostergeschäft im laufenden Jahr in das zweite Quartal fiel. In den ersten vier Monaten lagen die Umsätze (arbeitstagbereinigt) dagegen um 1,3% höher als vor Jahresfrist. Wie bereits in der Vorperiode stiegen insbesondere die Verkäufe von Kleidern, Textilien, Nahrungsmitteln und Getränken stark, während sich das Wachstum der Verkäufe von dauerhaften Konsumgütern abflachte. Aufgrund der wieder stärker steigenden Importe kann in den kommenden Monaten mit einer Belebung der Verkäufe von dauerhaften Konsumgütern gerechnet werden.

Der Dienstleistungskonsum im Gastgewerbe entwickelte sich im ersten Quartal ebenfalls günstig. Die Zahl der Übernachtungen inländischer Gäste, die seit fast drei Jahren kontinuierlich steigt, nahm im Vorjahresvergleich um 5,7% zu.

### Optimistische Konsumenten

Der Konsumentenstimmungsindex, der vierteljährlich vom Seco erhoben wird, erhöhte sich im April erneut und erreichte damit etwa den Stand des Jahres 1989. Die Zunahme war allerdings weniger ausge-

prägt als in den drei vorangegangenen Erhebungen. Das gute Konsumklima, das vor allem die verbesserte Beschäftigungslage spiegelte, dürfte den privaten Konsum weiterhin stützen. Dementsprechend optimistisch gestimmt sind die Unternehmen im Detailhandel und Gastgewerbe. Gemäss den Umfragen der KOF/ETH rechnen sie in den kommenden Monaten mit steigenden Umsätzen.

## 3.5 Kapazitätsauslastung

Der Auslastungsgrad der Produktionsfaktoren ist ein wichtiger Indikator für die Beurteilung der Konjunkturlage. Er liefert insbesondere Informationen über mögliche Teuerungsrisiken, da sich Preis- und Lohnerhöhungen bei Vollbeschäftigung der Produktionsfaktoren leichter durchsetzen lassen als bei einem tiefen Auslastungsgrad.

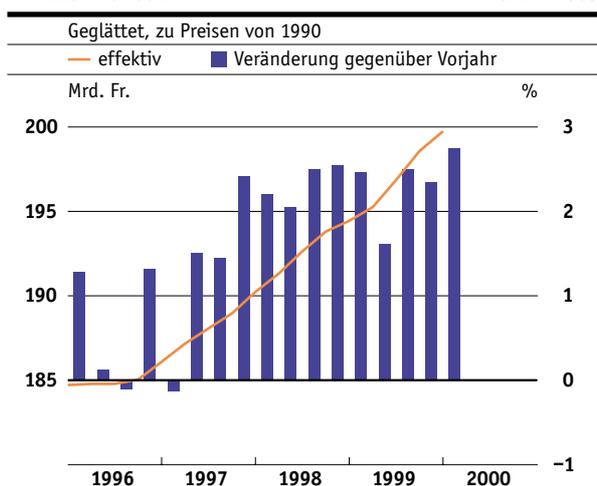
### Kleinerer Angebotsüberhang in der zweiten Jahreshälfte

Die Produktionslücke misst die prozentuale Abweichung zwischen der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung und der bei Normalauslastung der Produktionsfaktoren möglichen Produktion. Sie wird als Differenz zwischen dem realisierten realen Bruttoinlandsprodukt und dem ökonomisch geschätzten Produktionspotenzial berechnet. Ist das effektive Bruttoinlandsprodukt kleiner als das geschätzte Produktionspotenzial, liegt ein Angebotsüberhang vor (negative Produktionslücke), übersteigt es das Produktionspotenzial, so besteht ein Nachfrageüberhang (positive Produktionslücke).

Gemäss der neusten Schätzung der Nationalbank wuchs das Potenzialwachstum (Jahreswachstumsrate) im ersten Quartal mit knapp 2% leicht stärker als in der Vorperiode. Da jedoch das reale Bruttoinlandsprodukt im gleichen Zeitraum deutlich stärker stieg (4,0%), verkleinerte sich der Angebotsüberhang weiter. Er betrug im ersten Quartal noch -0,5%, gegenüber -1% in der Vorperiode.

Angesichts des günstigen Verlaufs der vorlaufenden Indikatoren dürfte das reale Wirtschaftswachstum auch im zweiten Quartal das Potenzialwachstum übertreffen. Die Nationalbank erwartet deshalb, dass ab der Jahresmitte erstmals seit acht Jahren wieder ein Nachfrageüberhang ausgewiesen wird.

Privater Konsum Grafik 3.8



Grafik 3.8:  
 Quartalschätzung annualisiert  
 Quelle: seco

## Steigende Kapazitätsauslastung in der Industrie

Ein weiterer Indikator für die Auslastung der Produktionskapazitäten, der sich allerdings auf den Industriesektor beschränkt, ist der von der KOF/ETH im Rahmen der Quartalsumfrage erhobene Auslastungsgrad der technischen Kapazitäten. Gemäss der jüngsten Umfrage wurden die technischen Kapazitäten in der Industrie im ersten Quartal leicht erhöht. Trotzdem stieg der Auslastungsgrad erstmals seit Anfang 1999 wieder; er lag saisonbereinigt bei 82,2%, gegenüber 81,7% im Vorquartal. Damit befand er sich immer noch unter dem langjährigen Durchschnitt von 84,5%.

Angesichts der geplanten Produktionsausweitungen in der Industrie dürfte sich der Auslastungsgrad in der nahen Zukunft weiter erhöhen. Eine immer noch kleine, aber steigende Anzahl von Unternehmen beurteilte die technischen Kapazitäten im ersten Quartal als zu gering.

## 4 Arbeitsmarkt

### 4.1 Beschäftigung

#### Steigende Beschäftigung

Das Beschäftigungswachstum setzte sich im ersten Quartal 2000 fort. Saisonbereinigt nahm die Zahl der Arbeitsplätze gegenüber dem Vorquartal um 0,5% zu. Innert Jahresfrist erhöhte sie sich um 1,6% (4. Quartal: 1,5%). Die Vollzeitstellen nahmen dabei um 0,3%, die Teilzeitstellen mit einem Pensum zwischen 50% und 89% um 1,6% und die Stellen mit einem Pensum von weniger als 50% um 0,2% zu. Die Teilzeitbeschäftigung gewann damit erneut an Bedeutung. Gemessen an der gesamten Beschäfti-

gung erreichte sie im ersten Quartal einen Anteil von 25,6%, gegenüber 25,3% vor einem Jahr.

Wie bereits im vierten Quartal profitierten alle Sektoren der Wirtschaft von einer Verbesserung der Arbeitsmarktlage. Am ausgeprägtesten fiel der Beschäftigungsanstieg im Bausektor aus. Die Beschäftigung nahm in diesem Sektor um 1,5% zu und lag damit um 3,9% über dem Vorjahresstand. Im Dienstleistungsbereich erhöhte sie sich um 0,5% gegenüber der Vorperiode und um 1,6% innert Jahresfrist. In fast allen Branchen stieg die Zahl der Arbeitsplätze. In der Industrie wurde die Beschäftigung um 0,3% gegenüber dem Vorquartal und um 0,8% gegenüber dem Vorjahr ausgeweitet. Hinter dieser Zunahme verbergen sich allerdings unterschiedliche Entwicklungen. Überdurchschnittlich stieg die Zahl der Arbeitsplätze erneut in der Chemie und in der Elektronikindustrie, während sie beispielsweise in der Bekleidungsindustrie weiter abgebaut wurde.

#### Günstige Beschäftigungsaussichten

Die Nachfrage nach Arbeitskräften erhöhte sich im ersten Quartal weiter. Gemäss der vierteljährlichen Umfrage der KOF/ETH für das erste Quartal wurde der bis anhin immer noch überhöhte Personalbestand im Industriesektor vollständig abgebaut. Die Unternehmen beurteilten ihn nun mehrheitlich als angemessen, teilweise sogar als zu klein. Im Bausektor plant eine wachsende Anzahl von Unternehmen, die Beschäftigung zu erhöhen. Gemäss den vom Bundesamt für Statistik (BfS) erhobenen Beschäftigungsaussichten nahm die Arbeitsnachfrage auch im Dienstleistungssektor erneut leicht zu.

Der Manpower-Index, der die Fläche der Stelleninserate in den Zeitungen misst, stieg im ersten Quartal weiter an. Dagegen blieb die Anzahl der beim Seco gemeldeten offenen Stellen stabil.

Arbeitsmarkt nicht saisonbereinigte Zahlen

Tabelle 9

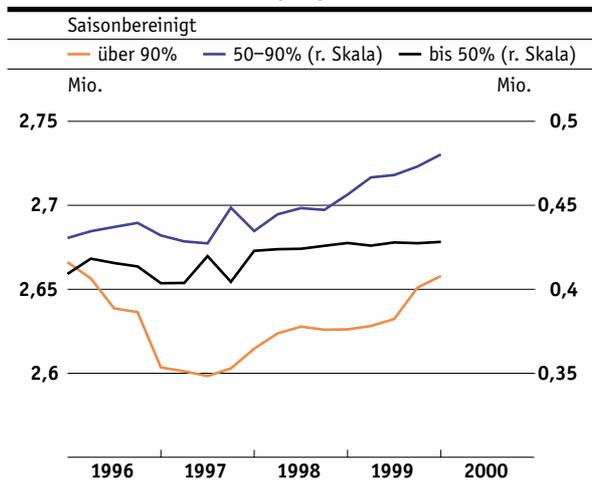
	1998	1999	1999				2000		
			1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	April	Mai
Voll- und Teilzeitbeschäftigte <sup>1</sup>	1,4	1,1	1,1	0,8	0,8	1,5	1,6	–	–
Vollzeitbeschäftigte <sup>1</sup>	0,8	0,5	0,4	0,2	0,2	1,0	1,2	–	–
Arbeitslosenquote <sup>2,3</sup>	3,9	2,7	3,3	2,7	2,4	2,4	2,4	2,1	1,9
Arbeitslose <sup>3</sup>	139,7	98,6	120,7	99,0	87,6	87,2	87,6	75,6	69,8
Stellensuchende <sup>3</sup>	217,5	170,9	198,0	175,2	157,9	152,6	146,9	132,8	125,3
Kurzarbeiter <sup>3</sup>	3,1	2,8	5,2	3,6	1,0	1,3	1,6	0,8	–
Gemeldete offene Stellen <sup>3</sup>	13,3	14,4	14,7	16,3	14,9	11,7	13,8	14,5	15,7

1 Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

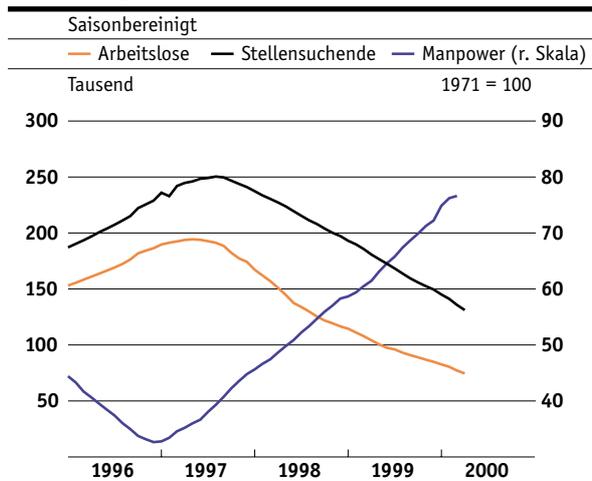
2 Registrierte Arbeitslose in Prozent der erwerbsfähigen Wohnbevölkerung gemäss Volkszählung 1990 (3 621 716 Erwerbspersonen)

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

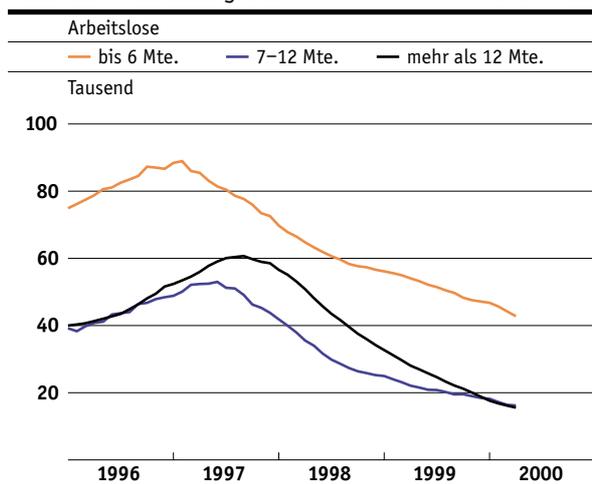
Voll- und Teilzeitbeschäftigung Grafik 4.1



Arbeitslosigkeit und offene Stellen Grafik 4.2



Dauer der Arbeitslosigkeit Grafik 4.3



Grafiken 4.1, 4.2 und 4.3:  
Quelle: BfS

## 4.2 Arbeitslosigkeit

### Abnehmende Zahl von Stellensuchenden

Die Zahl der Stellensuchenden nahm im Laufe des ersten Quartals weiter ab. Im April waren saisonbereinigt noch 131 300 Personen auf Stellensuche, gegenüber 149 300 im Dezember. Damit verringerte sich ihr Anteil an der Erwerbsbevölkerung von 4,1% auf 3,6%.

Der Rückgang der Arbeitslosigkeit beschleunigte sich im ersten Quartal leicht. Im April waren 74 500 Personen bei den Arbeitsämtern als arbeitslos registriert. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote betrug 2,1%, gegenüber 2,3% im Dezember. Die Abnahme betraf sowohl die erst seit kurzem als auch die seit längerer Zeit arbeitslosen Personen. Der Anteil der Personen, die seit mehr als einem Jahr arbeitslos sind, ging auf 21% zurück. Ein Jahr zuvor hatte er noch 27% betragen. Der starke Rückgang der Langzeitarbeitslosen war erneut zum Teil auf Aussteuerungen zurückzuführen. Auch diese nehmen indessen seit einem Jahr tendenziell ab.

Vom Rückgang der Arbeitslosigkeit profitierten sowohl qualifizierte als auch unqualifizierte Arbeitskräfte, sodass sich die Zusammensetzung der Arbeitslosigkeit im Vorjahresvergleich nicht wesentlich änderte. Im April entfielen die Hälfte der Arbeitslosen auf Fachkräfte, 38% auf Personen, die eine Hilfsfunktion ohne spezielle Qualifikationen ausgeübt hatten, und die restlichen 11,6% auf ehemalige Kader, Selbständige, Lehrlinge und Studenten.

Die Arbeitslosenquote sank in allen drei Sprachregionen annähernd gleich stark. In der deutschen Schweiz betrug sie im April 1,6%, in der Westschweiz 3,1% und im Kanton Tessin 3,5%.

### Rückgang der Kurzarbeit

Die Zahl der Kurzarbeiter bildete sich im ersten Quartal nochmals leicht zurück. Im April waren gemäss dem Seco saisonbereinigt nur noch 612 Personen von Kurzarbeit betroffen; dies entspricht dem tiefsten Stand seit 1990.

## 5 Konsumentenpreise

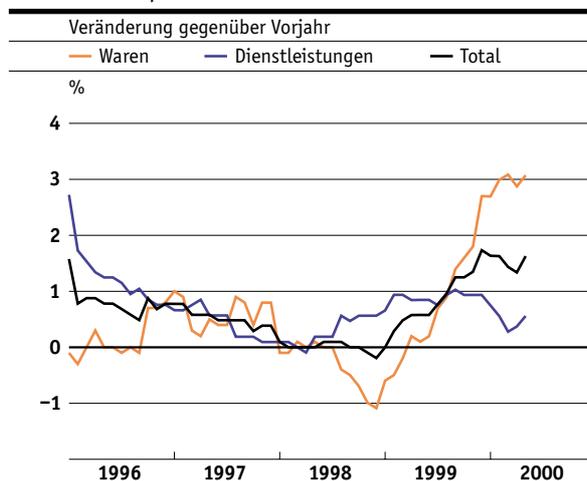
Die Teuerung, die Ende 1999 auf 1,7% gestiegen war, bildete sich bis April um 0,3 Prozentpunkte auf 1,4% zurück. Im Mai stieg sie wieder auf 1,6%. Der Rückgang zu Beginn des Jahres ist teilweise auf den Wegfall des Mehrwertsteuereffekts zurückzuführen, von dem die inländischen Güter betroffen waren. Gemessen am Index ohne Erdölprodukte blieb die Teuerung von Dezember 1999 bis Mai bei 0,8%.

### 5.1 Teuerung nach Herkunft der Güter

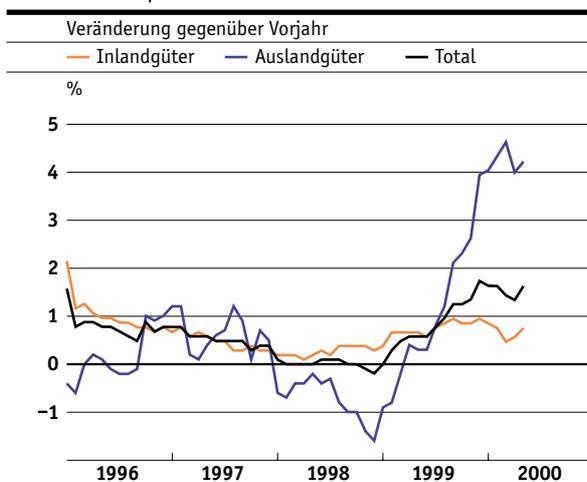
#### Stärkerer Preisauftrieb bei den ausländischen Gütern

Die Teuerung bei den Gütern ausländischer Herkunft betrug im ersten Quartal 4,4%, bildete sich im April und Mai aber auf durchschnittlich 4,1% zurück. Der starke Anstieg war auf die Erhöhung der Erdölpreise zurückzuführen, die im ersten Quartal um rund 35% über ihrem Vorjahresstand lagen. Bei den übrigen ausländischen Gütern blieb die Teuerung moderat; sie bewegte sich in den ersten fünf Monaten um 0,7%. Auch die Preise der inländischen Güter erhöhten sich nur wenig. Im Mai betrug die Teuerung 0,8% und war damit gleich hoch wie im Januar.

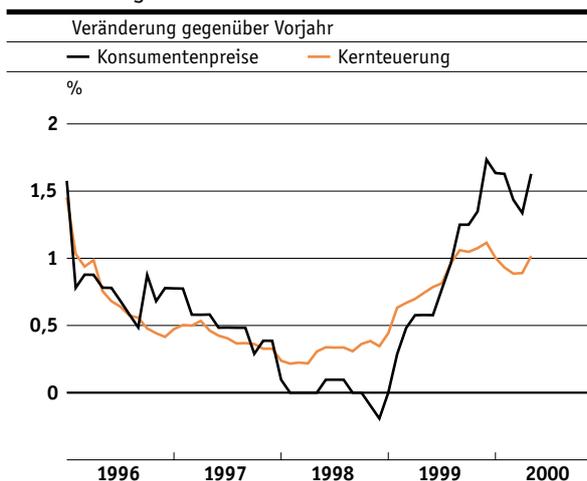
Konsumentenpreise Grafik 5.1



Konsumentenpreise Grafik 5.2



Kernsteuerung Grafik 5.3



Grafiken 5.1, 5.2 und 5.3:  
Quelle: BFS

## 5.2 Teuerung nach Gütergruppen

### **Rückgang der Teuerung bei den Dienstleistungen**

Die Teuerung bei den Dienstleistungen verlangsamt sich in den ersten Monaten des Jahres. Im April und Mai lag sie bei durchschnittlich 0,5%, gegenüber 0,6% im ersten Quartal. Die privaten Dienstleistungen verteuerten sich im Durchschnitt von April und Mai wie im ersten Quartal um 1,1%. Während die Teuerung im Gastgewerbe deutlich nachgab, beschleunigte sich der Anstieg der Mieten weiter. In der Erhebung von Mai fiel er mit 1,5% höher aus als im Februar (1,2%). Auch im Unterhaltungsbereich war der Preisauftrieb tendenziell stärker als zu Beginn des Jahres. Der Preisrückgang bei den öffentlichen Dienstleistungen um durchschnittlich 2% im April und Mai war wiederum hauptsächlich auf die Verbilligung der Telekommunikationsdienstleistungen zurückzuführen, die zu den öffentlichen Dienstleistungen gezählt werden. Aber auch beim öffentlichen Verkehr bildete sich die Teuerung seit Anfang Jahr zurück.

### **Überdurchschnittliche Teuerung bei den Waren**

Die Warenpreise stiegen im April und Mai wie im ersten Quartal um durchschnittlich 2,9%. Die Teuerung bei den nicht dauerhaften Waren, die infolge der Erdölpreisentwicklung im ersten Quartal stark angestiegen war, erhöhte sich im April und Mai nochmals leicht auf durchschnittlich 4,7%. Bei den dauerhaften Waren blieb sie gering (0,4%).

## 5.3 Kernteuerung

### **Rückläufige Kernteuerungsraten**

Die von der Nationalbank berechnete Kernteuerungsratenrate, welche je 15% der Güter mit den grössten Preisschwankungen nach oben und unten aus dem Warenkorb des Landesindex ausschliesst, blieb seit Anfang Jahr annähernd konstant und betrug im Mai rund 1%. Die Kernteuerung beschreibt den trendmässigen Verlauf der Teuerung auf Konsumstufe.

## 5.4 Neuer Index ab Mai 2000

Im Mai veröffentlichte das BfS zum letzten Mal den Index mit Basis Mai 1993 und setzte den neuen Landesindex der Konsumentenpreise mit Basis Mai 2000=100 in Kraft. Der neue Index basiert auf der Verbrauchserhebung von 1998. Erstmals erfasst werden insbesondere Flugtarife, Finanzdienstleistungen, Gebühren, der Dienstleistungsanteil von Privatversicherungen sowie Gebrauchtwagen. Die Einzelkomponenten sind – ähnlich wie beim standardisierten Index der EU-Länder – in 12 Hauptgruppen gegliedert. Ihre Aggregation basiert neu auf dem geometrischen anstelle des arithmetischen Mittels. Die Gewichte der Einzelkomponenten sollen ab Ende 2001 jährlich an die Änderungen der Konsumgewohnheiten angepasst werden. Das BfS erwartet, dass der konzeptionell überarbeitete Landesindex die beim alten Index festgestellte Überschätzung der Teuerung behebt und die Jahresteuerung gemessen am neuen Index um rund 0,4 Prozentpunkte tiefer liegen wird als die Teuerung gemessen am Index mit Basis 1993.

## 6 Teuerungsaussichten

### 6.1 Internationale Preisentwicklung und Wechselkurs

Die Preise der Waren werden in der Schweiz mit einer gewissen Verzögerung stark durch die Preisentwicklung im Ausland und die Wechselkursentwicklung beeinflusst, da der Importanteil bei den Waren bedeutend ist. Sowohl die Preisentwicklung im Ausland als auch die Wechselkursentwicklung spiegeln sich im Importpreisindex, der zusammen mit dem Produzentenpreisindex den Index des Gesamtangebots bildet.

#### Steiler Anstieg des Importpreisindex

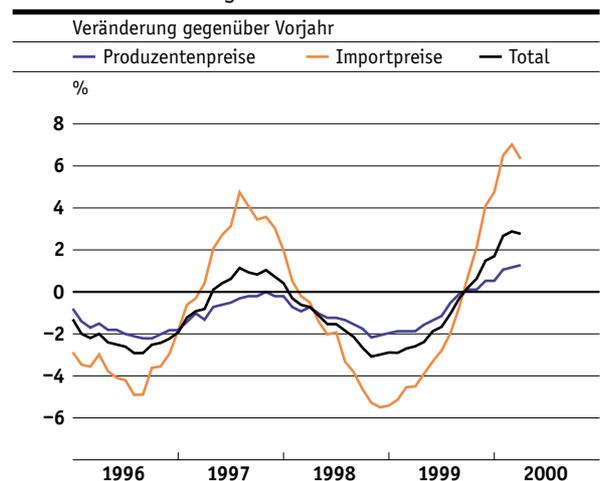
Der steile Anstieg des Importpreisindex setzte sich im ersten Quartal 2000 fort. Im April übertrafen die Importpreise ihr Vorjahresniveau um 6,4%. Besonders stark verteuerten sich die Rohstoffe (April: 12,5%) und die Halbfabrikate (April: 12,1%). Dieser Preisanstieg widerspiegelt einerseits die Erdölpreiserhöhungen, andererseits die starke globale Industrienachfrage insbesondere nach Metall- und Papierprodukten. Angesichts der günstigen weltweiten Industriekonjunktur wird die Nachfrage nach Rohstoffen und Halbfabrikaten voraussichtlich stark bleiben und die Preise weiterhin nach oben drücken. Bei den importierten Konsumgütern stieg die Teuerung seit Beginn des Jahres ebenfalls an, allerdings weniger stark (April: 4,1%). Dagegen setzte sich bei den Investitionsgütern der leichte Preisrückgang, der hauptsächlich auf die sinkenden Preise für Büromaschinen (inklusive Computer) zurückzuführen ist, fort. Dieser Trend, der seit Jahren anhält, schwächte sich aber ebenfalls ab.

#### Leichte Erstarung des Schweizer Frankens

Während die weltweit günstige Industriekonjunktur auf weiterhin steigende Importpreise in der Schweiz schliessen lässt, dürfte die jüngste Erstarung des Frankens den Aufwärtsdruck auf die Teuerung etwas dämpfen. Der reale exportgewichtete Kurs des Frankens stieg zwischen Januar und Mai um [0,6%]; er lag aber immer noch deutlich unter dem entsprechenden Vorjahresstand.

Preise des Gesamtangebots

Grafik 6.1



Grafik 6.1:  
Quelle: BFS

## 6.2 Kapazitätsauslastung im Inland

### **Steigende Auslastung der Produktionsfaktoren**

Die Teuerung bei den inländischen Waren und Dienstleistungen hängt stark von der Auslastung der Produktionskapazitäten im Inland ab. Gemäss den Schätzungen der Nationalbank wird sich die Produktionslücke in der zweiten Jahreshälfte schliessen. Der teuerungsdämpfende Effekt, der bis vor kurzem von einer Unterauslastung der Produktionsfaktoren sowohl im technischen Bereich als auch auf dem Arbeitsmarkt ausging, wird damit entfallen.

### **Moderater Anstieg der inländischen Güterpreise**

Hinweise auf Kostendruck in der Industrie und damit auf die Preisentwicklung der Güter gibt auch der Produzentenpreisindex, der die Preisentwicklung von in der Schweiz hergestellten Produkten misst. Seit Beginn des Jahres verstärkte sich der Preisauftrieb bei den Produzentenpreisen; im April betrug er 1,3%. Die für den Inlandabsatz bestimmten Produkte verteuerten sich im April um 2,1%, gegenüber 1,1% im Januar. Ein grosser Teil des Preisauftriebs war dabei auf die Verteuerung inländischer Fleischprodukte zurückzuführen. Die Halbfabrikate verteuerten sich April um 0,7%, nachdem ihre Preise bis im Januar noch rückläufig gewesen waren. Innerhalb dieser Kategorie stiegen insbesondere die Preise von Metall- und Papierprodukten stark. Bei den Konsumgütern verringerte sich die Teuerung seit Anfang Jahr leicht auf 0,3% im April und die Investitionsgüter verbilligten sich weiterhin geringfügig. Gemäss der Quartalsumfrage der KOF/ETH in der Industrie plant nach wie vor nur eine knappe Mehrheit der binnenorientierten Unternehmen Preiserhöhungen. Der Druck auf die Preise inländischer Waren dürfte in den kommenden Monaten moderat bleiben.

### **Höhere Dienstleistungspreise**

Im Dienstleistungssektor ist aufgrund der robusten Konsumnachfrage in den kommenden Monaten mit einem etwas stärkeren Preisauftrieb zu rechnen. Die Teuerung bei den Mieten dürfte sich angesichts der steigenden Nachfrage nach Wohn- und Büroflächen und der höheren Hypothekarzinsen weiter beschleunigen. Auch von der Lohnentwicklung sind vermehrt Teuerungsimpulse zu erwarten: Die im Frühjahr 2000 von den Prognoseinstituten erwarteten Lohnsteigerungen für das laufende Jahr liegen zwischen 1,5% und 2,7% und sind etwas höher als die im Herbst 1999 prognostizierten Werte. Lohnsteigerungen wirken sich im Dienstleistungssektor stärker auf die Preise aus, da die Produktivitätsfortschritte in diesem Bereich tendenziell geringer sind als in der Industrie. Demgegenüber wird der verstärkte Wettbewerb im Telekommunikationssektor die Teuerung bei den Dienstleistungen auch im laufenden Jahr dämpfen.

### 6.3 Teuerungsprognose für das Jahr 2000

Die Entwicklung der Import- und Produzentenpreise, aber auch die sich schliessende Produktionslücke zeigen insgesamt, dass sich die preistreibenden Kräfte verstärkt haben. Dies dürfte jedoch die Teuerung auf der Konsumentenstufe im laufenden Jahr noch nicht beeinflussen. Die Nationalbank erwartet weiterhin, dass der Landesindex der Konsumentenpreise entsprechend ihrer Teuerungsprognose vom Dezember 1999 um durchschnittlich 1,5% steigen wird. Damit dürfte die Teuerung im Jahre 2000 im Bereich liegen, den die Nationalbank mit Preisstabilität gleichsetzt. Die Tatsache, dass in verschiedenen Bereichen Preisbewegungen nach oben in Gang gekommen sind oder sich zumindest die Teuerungsrisiken vergrössert haben, mahnt indessen bezüglich der mittelfristigen Teuerungsaussichten zur Vorsicht.

### 6.4 Teuerungsprognosen für die Jahre 2001 und 2002

Die Nationalbank veranschlagt die Teuerungsrisiken heute höher als noch vor drei Monaten. Blicke der Dreimonats-Libor unverändert auf dem Stand vom Mai, d. h. bei rund 3%, so würde die Teuerung Anfang 2001 über die Limite von 2% steigen und auch in den folgenden zwei Jahren darüber bleiben. Dies wäre mit dem Ziel der Preisstabilität nicht mehr vereinbar und signalisiert daher einen geldpolitischen Handlungsbedarf.

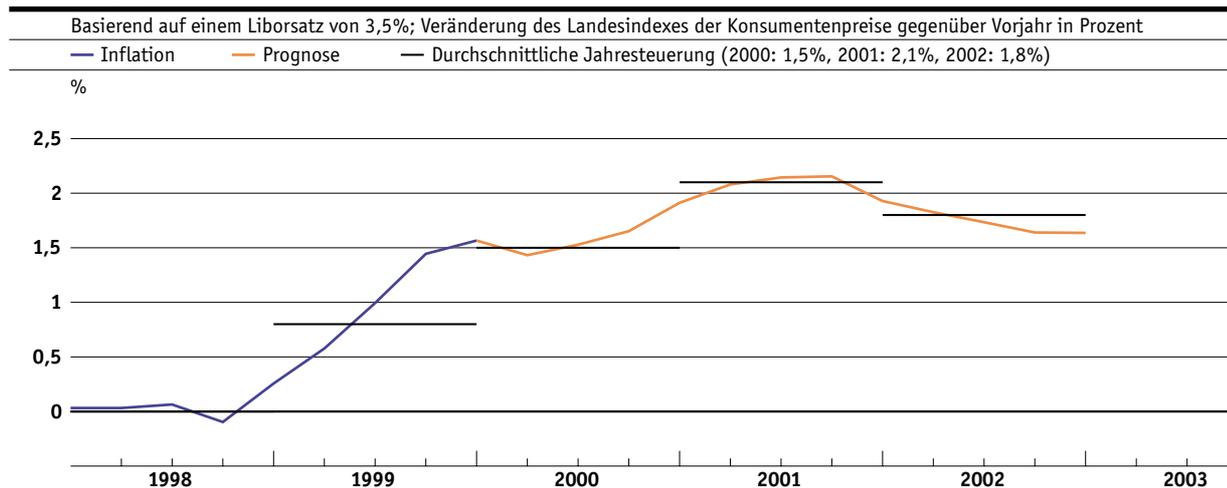
Die Inflationsprognose basiert auf den Ergebnissen aus mehreren makroökonomischen Modellen der schweizerischen Wirtschaft und der Auswertung der Entwicklung der Geldaggregate, insbesondere von  $M_3$ . Sie beruht auf bestimmten Annahmen über den Verlauf wichtiger konjunktureller Einflussgrössen, auf welche die schweizerische Geldpolitik keinen Einfluss hat. Dazu gehört in erster Linie die Wirtschaftsentwicklung im Ausland, insbesondere in den USA und in Europa. Es wurde angenommen, dass die amerikanische Konjunktur bis Ende dieses Jahres kräftig bleiben, in den folgenden zwei Jahren aber an Schwung verlieren wird. Für die Europäische Union wurde ein ähnlicher Verlauf unterstellt, wobei die erwartete Abschwächung in den Jahren 2001 und 2002 etwas geringer ausfallen wird. Bezüglich des Wechselkurses wurde angenommen, dass der exportgewichtete Frankenkurs bis Anfang 2003 leicht steigen wird, wobei der Franken insbesondere gegenüber der amerikanischen Währung an Wert gewinnen dürfte. Ausserdem wurde unterstellt, dass sich der Preis für Rohöl auf dem Stand von Mai 2000 stabilisiert.

Gemäss den Modellberechnungen dürfte eine Erhöhung des Dreimonats-Libor um einen halben Prozentpunkt auf 3,5% zurzeit genügen, um mittelfristig die Preisstabilität wieder herzustellen. Die Nationalbank erwartet zwar, dass die Teuerung trotz dieser Zinserhöhung vorübergehend über 2% steigt. Sie geht aber davon aus, dass sie im Laufe von 2002 wieder unter 2% sinken wird (siehe Grafik 6.2).

Der vorübergehende Anstieg der Teuerung im Jahre 2001 ist auf die Beschleunigung des Wirtschaftswachstums zurückzuführen, die weit stärker ausfiel, als Ende 1999 erwartet worden war. Nachdem die Nationalbank für dieses Jahr ursprünglich einen Zuwachs des realen Bruttoinlandprodukts von 1,8% prognostiziert hatte, rechnet sie gegenwärtig mit einem Wirtschaftswachstum von durchschnittlich 3% für das Jahr 2000 und von 2,2% für 2001. Die Nationalbank reagierte zwar rasch auf das veränderte Umfeld. Bereits im ersten Quartal erhöhte sie das Zielband für den Dreimonats-Libor in zwei Schritten auf 2,5–3,5%. Mit der Erhöhung um einen weiteren halben Prozentpunkt ergibt dies eine Anpassung von insgesamt 1,75 Prozentpunkten. Da die Geldpolitik auf den Konjunkturverlauf und die Preisentwicklung jedoch mit einer erheblichen Verzögerung wirkt, dürfte im Jahre 2001 ein gewisser Teuerungsanstieg dennoch nicht zu vermeiden sein.

Inflationsprognose

Grafik 6.2



# Eröffnungsansprache an der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank

Eduard Belser, Präsident des Bankrates

Gehalten in Bern am 28. April 2000

## Sicherheit und Stabilität in Zeiten des Wandels

Sicherheit, Freiheit und Wohlfahrt sind die wichtigsten Ziele gemeinschaftlichen Handelns. Als öffentliche Institution muss auch die Nationalbank zu ihrer Gewährleistung beitragen. Sie hat bekanntlich den Auftrag, eine Geld- und Währungspolitik im Gesamtinteresse des Landes zu führen.

Für die Geldpolitik steht die Wahrung der Preisstabilität im Vordergrund. Mit ihren Mitteln leistet die Nationalbank damit den besten Beitrag zu einer ausgewogenen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.

Sicherheit und Stabilität sind nicht nur Ziele des geld- und währungspolitischen Handelns. Sie sind auch Voraussetzungen für ein erfolgreiches Wirken der Nationalbank. Sicherheit und Stabilität sind aber nie ein für alle Mal gegeben. Sie müssen immer wieder neu erarbeitet werden. Damit sind naturgemäss auch Unsicherheit und Risiken verbunden.

Dem Bankrat und vor allem seinem Ausschuss obliegt die Aufsicht über die Geschäftsführung der Bank. Er ist damit für die Solidität des Unternehmens mitverantwortlich. Ich möchte auf einige Aktivitäten und Herausforderungen der Bank aus dieser Sicht eingehen.

Die Neuorganisation des Bargeldverkehrs wurde Ende 1999 erfolgreich abgeschlossen. In diesem Bereich geht es um die Begleitung der Herstellung von Banknoten, vor allem aber um deren Lagerung, Transport und Verarbeitung. Gemessen am Einsatz der betrieblichen Ressourcen handelt es sich nach wie vor um den wichtigsten Tätigkeitsbereich der Bank. Ein Wandel der Anforderungen an die Dienstleistungen der Nationalbank hat bekanntlich die Neuorganisation notwendig gemacht. In Zukunft werden die genannten Tätigkeiten auf die Standorte Bern, Zürich, Genf und Lugano konzentriert. Die Nationalbank bleibt aber in allen Landesteilen präsent, um die traditionellen Kontakte mit Wirtschaft und Gesellschaft weiterzuführen.

Auch diese Neuorganisation ist ein Ausdruck des Bestrebens der Nationalbank, sich auf die wesentlichen Aufgaben, die sich aus ihrem Auftrag ergeben, zu beschränken. Die Leistungserstellung soll mit einer schlanken, aber schlagkräftigen Organisation sichergestellt werden.

Alles betriebliche Geschehen wird heute in wesentlichem Masse von der Informatik beeinflusst. Die Nationalbank ist in dieser Beziehung keine Ausnahme. Die Entwicklung auf diesem Gebiet ist rasch. Seit Jahren wird die Informatik mit bedeutenden personellen und finanziellen Mitteln ausgebaut. Zahlungsverkehr, Bankgeschäft und die wissenschaftliche Arbeit zählen zu den hauptsächlichen Einsatzgebieten. In allen Fällen sind die Anforderungen an Sicherheit und Stabilität der Anwendungen hoch. Eine besondere Herausforderung stellten im vergangenen Jahr auch für die Nationalbank die vorsorglichen Massnahmen im Hinblick auf den Jahrhundertwechsel dar. Die in Abstimmung mit den massgebenden Finanzmarktteilnehmern getroffenen Massnahmen waren bekanntlich erfolgreich.

Anforderungen im Zusammenhang mit Sicherheit und Stabilität stellen sich nicht nur im operativen, sondern vor allem auch im finanziellen Bereich.

Sowohl die Änderung des Nationalbankgesetzes vom November 1997 über den Geschäftskreis der Nationalbank, der neue Verfassungsartikel und das am 1. Mai dieses Jahres in Kraft tretende Gesetz über die Währungs- und Zahlungsmittel schaffen neue Voraussetzungen.

Mit der Abkehr von der Goldbindung wird der Weg frei, die Goldreserven der Nationalbank marktgerecht zu bewerten. Nach der Aufwertung ihres Goldbestandes wird die Nationalbank mehr Währungsreserven halten, als sie für die Führung der Geld- und Währungspolitik benötigt. Der Entscheid über die Verwendung der nicht mehr benötigten Reserven ist nicht durch die Nationalbank zu treffen. Parlament und Volk werden sich dazu aussprechen müssen. Auch deren Verwaltung kann langfristig nicht Aufgabe der Nationalbank sein. Über die Anlage dieses Vermögens entscheiden zweckmässigerweise seine Nutzniesser.

Die nachgeführte Bundesverfassung bekräftigt die Verpflichtung der Nationalbank, ausreichende Währungsreserven zu halten. Dabei stehen die liquiden, ungesicherten und damit für währungspolitische Zwecke frei verfügbaren Fremdwährungsguthaben im Vordergrund. Mit diesen Guthaben sind Wechselkurs-, Zins- und Kreditrisiken verbunden. Der verantwortungsvolle Umgang mit diesen Risiken durch die Linienstellen soll durch entsprechende Vorgaben und Weisungen sichergestellt werden. Aufgabe des sogenannten Risikomanagements ist es, darüber zu wachen, dass die Entscheidungs- und Vollzugsprozesse ordnungsgemäss ablaufen. Zu diesem Zweck werden die Risiken systematisch erfasst, begrenzt und überwacht. Das Risikomanagement wurde in den vergangenen Jahren schrittweise ausgebaut. Die entsprechende Einheit untersteht der Oberaufsicht des Bankrates. Eine Delegation des Bankausschusses befasst sich speziell mit dieser Aufgabe.

Der Jahresabschluss 1999 zeigt deutlich, welche Risiken mit der Verwaltung unserer Aktiven verbunden sind. Steigende Zinsen führten zu Kursverlusten auf den festverzinslichen Anlagen. Diese Verluste wurden allerdings durch die Kursgewinne auf Fremdwährungsanlagen mehr als ausgeglichen. Eine Schwankung des Dollarkurses um 10% bedeutet für die Nationalbank einen Gewinn oder Verlust von knapp 2 Milliarden Franken. Das zeigt deutlich, wie schwankungsanfällig das Ergebnis der Nationalbank ist.

Jedes Unternehmen wird letztlich von Menschen getragen. Mit rund 600 Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern ist der Personalbestand der Nationalbank seit Jahren stabil. Am Arbeitsmarkt steht die Nationalbank vor allem im Wettbewerb mit den übrigen Finanzmarktteilnehmern. Es braucht ein ständiges Bemühen, um die personellen Bedürfnisse hinsichtlich Qualifikation und Zahl gewährleisten zu können. Ausbildung und Betreuung bleiben dauernde Anliegen. Im vergangenen Jahr wurden die Fach- und Führungsausbildung, aber auch die sprachliche Ausbildung und die Persönlichkeitsschulung weitergeführt und vertieft. Mit den Arbeiten zu einer neuen Gehaltsordnung wollen wir eine unserem Leitbild entsprechende funktions-, leistungs- und marktgerechte Salärpolitik verwirklichen, ohne dabei die Besonderheiten der Nationalbank ausser Acht zu lassen.

Im Laufe ihrer bald hundertjährigen Geschichte musste die Nationalbank ihre Aktivitäten immer wieder dem sich wandelnden Umfeld anpassen. Daran wird sich auch in Zukunft nichts ändern.

Einige Propheten schwärmen von Internetgeld. Notenbanken im heutigen Sinn würden damit überflüssig.

Je nachdem, wie unser Land sein Verhältnis zu Europa regelt, hat das tief greifende Auswirkungen auf die Nationalbank. Das wissen wir alle.

Näher und konkreter ist die bevorstehende Totalrevision des Notenbankgesetzes. Die Nationalbank braucht zeitgemässere Leitplanken.

Doch bei allem, was uns die Zukunft bringen mag, bleibt die Einsicht wichtig, dass eine sichere und stabile Unternehmung am besten in der Lage ist, neuen Herausforderungen gerecht zu werden. Dafür werden sich Direktorium und Bankbehörden auch in Zukunft vorbehaltlos einsetzen.



# Referat an der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank

Hans Meyer, Präsident des Direktoriums

Gehalten in Bern am 28. April 2000

Im Laufe des letzten Jahres hat die wirtschaftliche Entwicklung in der Schweiz zunehmend an Schwung gewonnen. Heute sind wir dem Ziel einer ausgewogenen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung – einem angemessenen Wachstum bei hoher Beschäftigung und Preisstabilität – näher als seit vielen Jahren. Dafür gibt es vor allem drei Ursachen: Die eigenen Anstrengungen unserer Wirtschaft, die bessere internationale Wirtschaftslage und die günstigen monetären Rahmenbedingungen.

Veränderungen in dem für uns massgebenden Umfeld haben uns veranlasst, die Grundlagen unserer Geldpolitik zu überprüfen. Das angepasste geldpolitische Konzept soll es uns ermöglichen, den Auftrag, eine Geldpolitik im Gesamtinteresse des Landes zu führen, in einem sich wandelnden Umfeld weiterhin zu erfüllen. Dabei steht das Anliegen im Vordergrund, die Preisstabilität zu gewährleisten. Stabile Preise erleichtern eine ausgewogene wirtschaftliche Entwicklung und verhindern sozial unerwünschte Fehlentwicklungen.

In meinen heutigen Ausführungen werde ich mich wie immer mit denjenigen Fragen befassen, die uns im vergangenen Jahr in besonderem Masse beschäftigt haben.

## 1 Wirtschaftslage

Nach den bisher vorliegenden Schätzungen ist unsere Wirtschaft 1999 real um 1,7% gewachsen. Das ist etwas weniger als im Vorjahr, aber doch mehr, als noch vor einem Jahr erwartet worden war. Die deutliche Wachstumsbeschleunigung im zweiten Halbjahr 1999, die von einem weiteren Rückgang der Arbeitslosigkeit begleitet wurde, war breit abgestützt. Die wichtigsten Impulse gingen vom unerwartet kräftigen Aufschwung der Ausfuhren aus, die von der positiven Wirtschaftsentwicklung in den massgebenden Partnerländern ebenso profitierten wie von der Abschwächung des Schweizer Frankens gegenüber dem Dollar. Besonders dynamisch entwickelten sich die Exporte in die Vereinigten Staaten und nach Südostasien. Im Vergleich dazu blieb die Nachfrage aus den europäischen Ländern zunächst verhalten.

Neben der Aussenwirtschaft leistete auch die Binnenwirtschaft einen wesentlichen Beitrag zur konjunkturellen Erholung. Der private Konsum war weiterhin eine bedeutende Konjunkturstütze. Im Januar dieses Jahres erreichte der Index der Konsumentenstimmung den höchsten Stand seit einem Jahrzehnt. Nachdem die Bauwirtschaft 1998 die

Talsole erreicht hatte, setzte im vergangenen Jahr eine allmähliche Erholung ein. Erstmals seit vier Jahren trugen damit auch die Bauinvestitionen wieder zum Wirtschaftswachstum bei. Neben dem Wohnungs- und dem Tiefbau erholte sich vor allem die Baunachfrage der Wirtschaft, die von der Rezession besonders stark betroffen worden war. Die Ausrüstungsinvestitionen wuchsen 1999 weniger stark als im Vorjahr, blieben aber beachtlich. Dabei konzentrierte sich die Nachfrage auf den Dienstleistungsbereich, während die Investitionsneigung der Industrie verhalten ausfiel.

Erfreulich entwickelte sich auch die Lage auf dem Arbeitsmarkt. Als Folge des wirtschaftlichen Aufschwunges ging die Arbeitslosenquote von 3,2% Ende 1998 auf gegenwärtig 2,3% zurück. Dabei hat die Beschäftigung in allen Bereichen der Wirtschaft zugenommen. Die weiteren Aussichten sind gut, so dass wir uns der Vollbeschäftigung nähern.

Man darf allerdings die Vielschichtigkeit des Arbeitsmarktes nicht übersehen, die eine differenzierte Beurteilung erschwert. Ein Hauptproblem bleibt der Mangel an qualifizierten Arbeitnehmern. In diesem Bereich haben sich die Anspannungserrscheinungen unverkennbar verschärft. Ein anderes schwieriges Problem stellen diejenigen Menschen dar, die aus dem einen oder anderen Grund Mühe haben, sich in einer dynamischen Wirtschaft zurechtzufinden.

Im Zuge der konjunkturellen Belebung beschleunigte sich im letzten Jahr erwartungsgemäss die an der Entwicklung der Konsumentenpreise gemessene Teuerung. Bis Ende 1999 stieg sie auf 1,7%, nachdem sie vor Jahresfrist noch bei Null gelegen hatte. Dieser deutliche Anstieg war zu einem grossen Teil auf eine massive Verteuerung des Erdöls zurückzuführen. In geringerem Masse war die im Jahre 1999 in Kraft getretene Anhebung der Mehrwertsteuer von 6,5% auf 7,5% teuerungswirksam. In der anderen Richtung wirkte weiterhin der starke Wettbewerb, der in gewissen Fällen – etwa im Bereich der Telekommunikation – für sinkende Preise sorgte.

## 2 Geldpolitik

Für das Jahr 1999 hatten wir eine Weiterführung unserer tendenziell grosszügigen Geldpolitik angekündigt. Wir waren damals bestrebt, der schweizerischen Wirtschaft, die noch unter den negativen Auswirkungen der Asienkrise litt, den für eine Erholung notwendigen monetären Spielraum zu ge-

währen. Sodann mussten wir den Unsicherheiten Rechnung tragen, die mit der Einführung des Euro verbunden waren. Es galt zu verhindern, dass in dieser Phase eine allfällige Bewegung gegen den Euro zu einer wirtschaftlich nicht gerechtfertigten Aufwertung des Schweizer Frankens führen würde.

Anfang April 1999 senkten wir den Diskontsatz auf 0,5%. Im Anschluss an diese Anpassung verringerten sich die bereits tiefen schweizerischen Geldmarktsätze nochmals. Da sich auch der reale, exportgewichtete Frankenkurs zurückbildete, waren die monetären Rahmenbedingungen im ersten Halbjahr 1999 grosszügiger als im Vorjahr.

Der Frankenkurs des Euro entwickelte sich nach der Einführung der neuen europäischen Währung in einem stabilen Rahmen. Damit und mit dem zunehmenden wirtschaftlichen Aufschwung änderten sich die Voraussetzungen. Wir entschlossen uns, die geldpolitischen Zügel etwas anzuziehen, was sich in einem Anstieg der kurzfristigen Geldmarktsätze niederschlug. Im Hinblick auf die vergleichbare Entwicklung in der Schweiz und im Euroraum war es nicht erstaunlich, dass sich der Frankenkurs des Euro weiterhin in einer engen Bandbreite bewegte.

Im Rückblick auf das erste Jahr seit der Einführung des Euro ist die Beurteilung der neuen Währung ambivalent. So ist es in erfreulichem Masse gelungen, den Binnenwert zu sichern. Dagegen hat der Aussenwert aus einer Reihe von Gründen zur Schwäche tendiert. Man muss sich allerdings bewusst sein, dass die aussenwirtschaftliche Verflechtung des Euroraumes relativ gering ist. Dazu kommt, dass eine schwache Währung die wirtschaftliche Erholung erleichtert. Sie erhöht aber auch das Risiko der importierten Teuerung. Schliesslich besteht die Gefahr, dass die schwache Währung eine Eigendynamik entwickelt, die schwer kontrollierbar werden kann.

Bekanntlich haben wir in den vergangenen Jahren die Notenbankgeldmenge als Zielgrösse der Geldpolitik verwendet. Ursprünglich wurden jährliche Wachstumsziele festgelegt. Mit dem Übergang zu mittelfristigen Wachstumszielen in den neunziger Jahren sollte der Tatsache Rechnung getragen werden, dass die Geldversorgung den Teuerungsverlauf vor allem auf mittlere Sicht beeinflusst. Mit der mittelfristigen Ausrichtung wurde der Spielraum geschaffen, um bei der Entscheidungsfindung auch andere Indikatoren wie die reale Wirtschaftsentwicklung, die Lage am Arbeitsmarkt und den Wechselkurs zu berücksichtigen. Das mittelfristige Ziel wurde immer als Richtlinie verstanden.

Die Erfahrung, dass die Notenbankgeldmenge in den letzten Jahren an Aussagekraft einbüsste, hat uns veranlasst, die Grundlagen der Geldpolitik zu überprüfen. In der Folge haben wir uns entschieden, in Zukunft auf die Bekanntgabe eines Wachstumszieles für die Notenbankgeldmenge zu verzichten. Die breite Abstützung unserer Politik, die auf alle massgebenden Indikatoren abstellt, soll noch vermehrt zum Ausdruck kommen.

Das angepasste geldpolitische Konzept beruht auf drei Elementen:

Das erste Element ist eine ausdrückliche Definition der Preisstabilität. Wir verstehen darunter eine an der Entwicklung der Konsumentenpreise gemessene Teuerung von unter 2% pro Jahr. Damit tragen wir nicht zuletzt der Tatsache Rechnung, dass die Teuerung nie genau gemessen werden kann. Auch unsere bisherigen Bemühungen waren auf die Erhaltung der Preisstabilität ausgerichtet. Neu ist die explizite Definition.

Das zweite Element des Konzeptes ist eine Inflationsprognose. Eine solche Prognose wird für drei Jahre erarbeitet. Damit wird der Erfahrung Rechnung getragen, dass sich geldpolitische Massnahmen erst mit einer Verzögerung von rund drei Jahren auswirken. Bei der Erarbeitung der Inflationsprognose werden alle Erkenntnisse berücksichtigt, die sich aus einer Analyse der massgebenden Faktoren ergeben. Der Verlauf der Geldmenge – vor allem  $M_3$  – wird weiterhin eine wichtige Rolle spielen. Er ist vor allem für die Abschätzung der längerfristigen Entwicklung wichtig. Weiter werden die Ergebnisse ökonomischer Prognosemodelle berücksichtigt. Sodann wird Faktoren wie der realen Wirtschaftsentwicklung und der Entwicklung der Wechselkurse Rechnung getragen. Schliesslich sollen auch Sonderfaktoren wie etwa temporäre Schocks bewertet werden.

Mit diesem Vorgehen wird eine breite Abstützung der Entscheidungsfindung gewährleistet. Natürlich ist zu beachten, dass auch eine breit abgestützte Entscheidungsfindung nichts daran ändern kann, dass geldpolitische Entscheide letztlich eine Ermessensfrage sind. Ergibt sich aus der Inflationsprognose eine Tendenz der Teuerungsentwicklung, die mit der Definition der Preisstabilität nicht in Einklang steht, dann besteht Handlungsbedarf. Die letztlich publizierte Prognose wird allfälligen geldpolitischen Entscheiden Rechnung tragen.

Das dritte Element des Konzeptes bezieht sich auf die Umsetzung der Geldpolitik. Inskünftig wird ein Zielband von 100 Basispunkten für den massgebenden Dreimonatssatz für Schweizer Franken festgelegt. Auf diesen Satz wird in der Regel mit kurzfristigen Geldmarktgeschäften Einfluss genommen. Mit der Festlegung eines Zielbandes wird dem Markt ein gewisser Spielraum für die Feinsteuerung überlassen.

Mit diesem pragmatischen Konzept wird es möglich sein, den Auftrag auch unter veränderten Voraussetzungen zu erfüllen. Wesentlich bleibt die Einsicht, dass Geldpolitik letztlich nicht nur eine wirtschaftliche, sondern auch eine gesellschaftliche Herausforderung ist. Die konsequente Umsetzung der Einsichten von Lehre und Forschung ist eine notwendige, aber keine hinreichende Voraussetzung für den Erfolg. Entscheidend ist die grundlegende, in der Gesellschaft breit verankerte Einsicht in die Bedeutung der Stabilität für eine nachhaltige gesamtwirtschaftliche Entwicklung.

Bekanntlich sagten wir Ende 1999 für das Jahr 2000 eine Teuerung von 1,5% und für die beiden folgenden Jahre durchschnittliche Werte von 1,7% bzw. 1,8% voraus. Wir gingen dabei von einem realen Wachstum in der Grössenordnung von 2% aus. Anfänglich setzten wir das Zielband bei 1,25% bis 2,25% fest. Schon bald gewannen wir allerdings den Eindruck, dass die Dynamik der wirtschaftlichen Entwicklung stärker sein dürfte als erwartet. Deshalb liessen wir im Januar den Dreimonatssatz an den oberen Rand des Zielbandes steigen. Anfang Februar haben wir das Band um 50 Basispunkte angehoben. Vor rund einem Monat schliesslich entschlossen wir uns auf Grund einer vertieften Lagebeurteilung zu einer weiteren Straffung und setzten das Zielband neu auf 2,5%–3,5% fest. Neuere Daten zur wirtschaftlichen Entwicklung im In- und Ausland hatten die Vermutung bestätigt, dass der Aufschwung ausgeprägter sei als ursprünglich erwartet. Aus heutiger Sicht dürfte das reale Wachstum in diesem Jahr deutlich über 2% liegen. Dafür spricht zunächst die ausgesprochen günstige Wirtschaftsentwicklung in den für uns massgebenden Ländern. Dazu kommt, dass der hohe Frankenkurs des Dollars die Wettbewerbsfähigkeit unserer Wirtschaft positiv beeinflusst. Auch die Inlandnachfrage, vor allem der private Konsum und die Bauinvestitionen, entwickelt sich lebhaft. Am Arbeitsmarkt sind wie erwähnt zunehmende Verknappungserscheinungen erkennbar, die nicht ohne Einfluss auf die Lohnentwicklung bleiben werden.

Noch ist die Entwicklung der Teuerung nicht beunruhigend. Im Hinblick auf die lange Wirkungsverzögerung geldpolitischer Massnahmen gilt es jedoch, vorsorglich zu handeln. Mit der rechtzeitigen Straffung der Zügel haben wir im Sinne unseres Auftrages, im Interesse einer ausgewogenen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in erster Linie die Preisstabilität zu wahren, gehandelt.

Unsere Einschätzung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung und der damit verbundenen Teuerungsaussichten ist nicht in Stein gemeisselt. Wir werden die weitere Entwicklung aufmerksam verfolgen und die der Inflationsprognose zu Grunde liegenden Analysen periodisch überprüfen. Über das Ergebnis unserer Lagebeurteilung werden wir die Öffentlichkeit regelmässig orientieren.

### 3 Stabilität und Integrität des Finanzsektors

Die Nationalbank ist mitverantwortlich für die Stabilität und Integrität des Finanzsektors.

In diesem Zusammenhang ist in erster Linie an die Eigenverantwortung der Marktteilnehmer zu erinnern. Mit einer soliden Geschäftspolitik sowie mit umsichtigen Dispositionen im organisatorischen Bereich haben sie die jederzeitige Zahlungsfähigkeit sicherzustellen. Die verantwortlichen Organe müssen in der Lage sein, sach- und zeitgerecht zu entscheiden und entsprechend zu handeln. Auch in einem dynamischen Umfeld ist sodann der Wünschbarkeit einer angemessenen Stetigkeit der Entwicklung im sachlichen wie auch im menschlichen Bereich Rechnung zu tragen.

Die öffentliche Hand muss in erster Linie zur Schaffung angemessener Rahmenbedingungen beitragen. Günstige wirtschaftliche und gesellschaftliche, aber auch rechtliche und technische Voraussetzungen müssen den Rahmen bilden für individuelles Wirken. Eine stabilitätsgerechte Geldpolitik ist der beste Beitrag der Nationalbank zur Systemstabilität.

Der nachhaltige Strukturwandel der vergangenen Jahre hat auch in unserem Finanzsektor deutliche Spuren hinterlassen. Dabei wurde die Wettbewerbsfähigkeit gestärkt, die nun in einem günstigen wirtschaftlichen Umfeld zum Tragen kommt. Es ist klar, dass der Strukturwandel nie abgeschlossen ist. Die wirtschaftliche, gesellschaftliche und – nicht zuletzt – technologische Entwicklung wird laufend weitere Anpassungen notwendig machen.

Die Leistungs- bzw. Wettbewerbsfähigkeit ist eine notwendige, aber keine hinreichende Voraussetzung für den nachhaltigen Erfolg. Zusätzlich notwendig ist vielmehr eine ausreichende Ausstattung mit eigenen Mitteln. Mit der Frage der Angemessenheit dieser Mittel haben sich vor allem die in den einzelnen Ländern zuständigen Aufsichtsorgane zu befassen. Auf internationaler Ebene wird die Diskussion in erster Linie im Rahmen des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich geführt, in dem sowohl die Notenbanken als auch die selbständigen Aufsichtsorgane der massgebenden Länder vertreten sind. Die Bestrebungen in diesem Kreise gehen heute dahin, die Eigenmittelanforderungen in vermehrtem Masse auf die tatsächlichen Risiken abzustimmen. Dabei geht es letztlich um Ermessensfragen, die aber mit der gebotenen Weitsicht zu entscheiden sind. Das bedeutet, dass nicht nur die unbestrittenen Kosten der Eigenmittel in Rechnung gestellt werden, sondern auch ihr offensichtlicher Nutzen in Bezug auf die Gewährleistung einer nachhaltigen Entwicklung. Es ist letztlich Aufgabe der Aufsichtsorgane, dafür zu sorgen, dass hier die Akzente richtig gesetzt werden.

In den Bereich der Integrität gehört nicht zuletzt die sorgfältige Wahl der Geschäftsbeziehungen. Dies trifft vor allem für einen Finanzsektor zu, der traditionell mit einer weltweiten Kundschaft verbunden ist. Politische und wirtschaftliche Stabilität, eine leistungsfähige Infrastruktur, eine klare Rechtsordnung und nicht zuletzt die Qualität der menschlichen Dienstleistungen gelten zu Recht als Voraussetzungen für den nachhaltigen Erfolg. Sie müssen aber ergänzt werden durch die Reputation, die sich aus einer soliden Geschäftsmentalität ergibt.

In diesen Zusammenhang gehört auch der Umgang mit dem Bankgeheimnis. Dabei sind drei Aspekte zu unterscheiden. Unbestritten ist der Schutz einer angemessenen Privatsphäre. Sodann ist der Zusammenhang zwischen Bankgeheimnis und widerrechtlichen Machenschaften zu erwähnen. Mit der Beschleunigung der Rechtshilfe und dem Aufbau eines Abwehrdispositives gegen die Geldwäscherei wurden in jüngster Zeit wirksame Schranken errichtet. Dabei ist zu begrüßen, dass der Bogen im Sinne einer Finanzmarktaufsicht über den engeren Kreis der Banken hinaus gespannt wurde. Schliesslich ist auf den Zusammenhang zwischen Bankgeheimnis und Steuerhinterziehung hinzuweisen. Im Gegensatz zum Steuerbetrug ist die Steuerhinterziehung nach schweizerischem Recht kein strafrechtlicher Tatbestand. Damit erscheint das Bankgeheim-

nis aus ausländischer Sicht als Instrument der Steuerflucht.

In jüngster Zeit haben Bestrebungen der Europäischen Union, mit der Erfassung der Zinserträge von nicht im Steuerdomizil angelegten Kapitalien Schlupflöcher zu schliessen, Beachtung gefunden. Zur Diskussion steht die Wahl zwischen einer Quellensteuer und einer Meldepflicht. Noch ist eine Einigung nicht absehbar. Es ist auch zu beachten, dass eine überzeugende Lösung alle massgebenden Finanzplätze einschliessen muss. Sollte das möglich sein, dann könnten wir uns einer Zusammenarbeit im Bereich der Quellensteuern wohl kaum verschliessen.

## 4 Neue Währungsverfassung

Als Bestandteil der neuen Bundesverfassung trat zu Beginn dieses Jahres ein nachgeführter Geld- und Währungsartikel in Kraft, der den Münz- und den Notenbankartikel der alten Verfassung ersetzt. Damit wurde die Bindung des Schweizer Frankens an das Gold gelöst. Die Eidgenössischen Räte haben sodann im vergangenen Jahr das neue Währungs- und Zahlungsmittelgesetz verabschiedet. Dieses Gesetz stützt sich bereits auf die nachgeführte Verfassung und eliminiert die Vorschriften aus der Bundesgesetzgebung, die sich auf die Goldwährung bezogen. Dabei geht es um die Einlösungspflicht für Banknoten, die Mindestdeckung des Notenumlaufes und die Goldparität des Frankens. Nachdem die Referendumsfrist ungenutzt abgelaufen ist, wird das Währungs- und Zahlungsmittelgesetz am 1. Mai in Kraft treten.

Mit der Aufhebung der Goldparität des Frankens erhalten wir Handlungsfreiheit in Bezug auf die Bewertung und Verwendung unseres Goldbestandes. Nach der Neubewertung dieses Bestandes zum Marktpreis wird die Nationalbank deutlich mehr Aktiven halten, als sie für währungspolitische Zwecke benötigt. Rund die Hälfte des heutigen Goldbestandes – d. h. 1300 Tonnen – wird deshalb inskünftig für andere öffentliche Zwecke zur Verfügung stehen. Die für die Ausgliederung und anderweitige Verwendung notwendige Rechtsgrundlage auf Verfassungsebene soll in absehbarer Zeit geschaffen werden.

Sobald als möglich werden wir mit dem Verkauf desjenigen Teils des heutigen Goldbestandes beginnen, der in Zukunft für andere öffentliche Zwecke verwendet werden kann. Bekanntlich haben die massgebenden europäischen Notenbanken im vergangenen Herbst vereinbart, ihre Goldverkäufe in den folgenden fünf Jahren auf insgesamt 2000 Tonnen zu beschränken. Unsere Verkäufe werden im Rahmen dieses Abkommens abgewickelt werden. Solange die für die Ausgliederung und anderweitige Verwendung notwendige Rechtsgrundlage fehlt, werden wir die Verkaufserlöse im Rahmen der gesetzlich zulässigen Notenbankgeschäfte anlegen.

## 5 Internationale Währungsbeziehungen

Sowohl in Ostasien als auch in Lateinamerika wurden die wirtschaftlichen Schwierigkeiten der vergangenen Jahre bemerkenswert rasch überwunden. Das trifft allerdings mehr für die Symptome als für die tiefer liegenden Ursachen zu. Weiter bestehende Probleme wirtschaftlicher und gesellschaftlicher Natur, die einer nachhaltigen Entwicklung entgegenstehen, sind jedenfalls nicht zu übersehen.

Die jüngsten Erfahrungen haben bestätigt, dass eine nachhaltige Entwicklung nur auf der Grundlage wirtschaftlicher und gesellschaftlicher Stabilität möglich ist. Die entsprechenden Voraussetzungen sind in erster Linie von den einzelnen Ländern selbst zu schaffen. Hilfe von aussen darf immer nur Hilfe zur Selbsthilfe sein.

Solche Überlegungen sind auch massgebend für die Beurteilung des Internationalen Währungsfonds. Als Mitgliedland sind wir an den Aktivitäten dieser für die internationale Währungszusammenarbeit wichtigsten Institution beteiligt. Einige Überlegungen zur aktuellen Debatte erscheinen deshalb angebracht.

Der Währungsfonds muss sich wieder vermehrt auf seine Hauptaufgabe besinnen, die Mitgliedländer bei der Formulierung und Umsetzung einer sachgerechten, gesamtwirtschaftlich ausgerichteten Wirtschaftspolitik zu unterstützen. Erst in zweiter Linie darf eine Kredithilfe zur Erleichterung notwendiger Anpassungsmassnahmen erwogen werden. Diese Kredithilfe soll kurzfristiger Natur sein. Sie muss mit Bedingungen verknüpft werden, die sicherstellen, dass es sich tatsächlich um eine Hilfe zur Selbsthilfe handelt. Der Gedanke, an sich gesunden Ländern vorsorgliche Kreditlinien einzuräumen, vermag nicht zu

überzeugen. Es gibt kein Beispiel eines bedeutenden Landes, das ohne eigenes Verschulden in nachhaltige Schwierigkeiten geraten wäre.

Hauptaufgabe der Weltbank ist dagegen die Erleichterung struktureller Anpassungen sowie die Förderung einzelwirtschaftlicher Projekte auf längere Sicht. Dadurch, dass sich die beiden Institutionen wieder vermehrt auf ihre Kernkompetenzen besinnen, leisten sie den besten Beitrag zu einer ausgewogenen weltwirtschaftlichen Entwicklung.

Der Währungsfonds befindet sich immer in einem Spannungsfeld zwischen Beratung und Anpassungshilfe. Seine Aufgabe wird dadurch erschwert, dass er letztlich nicht in der Lage ist, seinen Empfehlungen Nachachtung zu verschaffen. Dazu kommt, dass die einzelnen Mitgliedländer versuchen, im Sinne ihrer eigenen Interessen auf die Tätigkeit des Währungsfonds Einfluss zu nehmen.

Auch die internationalen Währungsbeziehungen befinden sich in einem ständigen Wandel. Wenn sich von Zeit zu Zeit Schwierigkeiten ergeben, erschallt rasch der Ruf nach grundlegenden Reformen. Die Erfahrung lehrt allerdings, dass grosse Würfe nur kleine Chancen haben. Bescheidenere, aber beharrliche und zielgerichtete Schritte versprechen mehr Erfolg. Dazu über das Grundsätzliche hinaus die folgenden Hinweise:

Die Erfahrungen der letzten Jahre haben nicht zuletzt die Bedeutung stabiler Finanzmärkte bestätigt. Es ist deshalb sinnvoll, wenn der Währungsfonds in diesem Bereich einen besonderen Akzent setzt. Beratung und Ausbildung müssen dabei im Vordergrund stehen. Wesentlich ist die konsequente Umsetzung der Erkenntnisse, die in den vergangenen Jahren in verschiedenen Gremien gewonnen wurden.

Ein wichtiges Anliegen ist sodann die Verbesserung der Transparenz des Geschehens an den Finanzmärkten. Sowohl den Marktteilnehmern als auch den offiziellen Stellen soll damit eine zeit- und sachgerechte Lagebeurteilung ermöglicht werden. Oft sind Fehlentscheidungen und Unterlassungen allerdings nicht auf mangelnde Informationen zurückzuführen. Sie sind vielmehr eine Folge der wenig sachgerechten Auswertung durchaus verfügbarer Unterlagen.

Auch der Währungsfonds selbst muss sich um mehr Transparenz bemühen. Ein einfacher Beitrag dazu wäre die Publikation der periodischen Länderanalysen. Es sind allerdings nicht zuletzt die Betroffenen selbst, die einen solchen Fortschritt behindern.

Unterstützung verdienen die Vorschläge betreffend die Definition von Frühwarnindikatoren, die Verminderung der Anreize für kurzfristige Kapitalbewegungen und den Verzicht auf verdeckte Garantien an die Kreditgeber. Prüfwert erscheint sodann der Gedanke, durch Kollektivklauseln in Anleiheverträgen die Entscheidungsfindung im Krisenfall zu erleichtern. Die Auswirkungen solcher Klauseln auf das Verhalten der Vertragsparteien sind allerdings ebenso unklar wie diejenigen auf die Mittelbeschaffung. Problematisch erscheint die Idee, den Währungsfonds zu ermächtigen, die rechtliche Durchsetzung von Ansprüchen einzelner Gläubiger vorübergehend auszusetzen.

Die internationalen Finanzbeziehungen sind zur Hauptsache privatwirtschaftlicher Natur. Es entspricht deshalb sowohl der Notwendigkeit als auch der Vernunft, den Privatsektor an den Bemühungen zur Prävention und zur Lösung von Krisen zu beteiligen. Dazu sind in erster Linie marktwirtschaftliche Anreize zu schaffen. Offizielle Hilfe muss wieder in vermehrter Masse an die Voraussetzung der Beteiligung des Privatsektors gebunden werden. Auf keinen Fall darf sie die privaten Marktteilnehmer von der Verantwortung für ihr Tun und Lassen dispensieren. Im Hinblick auf die notwendige Zusammenarbeit ist der laufende Dialog wesentlich. Je kooperativer der Privatsektor, desto geringer die Notwendigkeit institutioneller Regelungen.

## Ausblick

Abschliessend möchte ich nochmals unterstreichen, dass Lage und Perspektiven unserer Wirtschaft gegenwärtig erfreulich sind. Wir haben die Aussicht, in diesem Jahr ein beachtliches Wachstum bei weitgehender Vollbeschäftigung und bescheidener Teuerung zu erreichen. Die Kehrseite der Medaille besteht einerseits in tendenziell zunehmenden Risiken für die gesamtwirtschaftliche Stabilität. Andererseits besteht die Gefahr, dass das erfreuliche Gesamtbild den Blick trübt für die Notwendigkeit, die gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen stetig in sozialverträglicher Weise zu verbessern.

Unseren Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern danke ich für die gute Zusammenarbeit in diesem nicht einfachen, aber interessanten Jahr. Den Mitgliedern der Bankbehörden danke ich für ihre Unterstützung. Schliesslich danke ich Ihnen allen für das Interesse, das Sie heute mit Ihrer Anwesenheit zum Ausdruck bringen.



# Das Management der Devisenanlagen durch die SNB

von Thomas Stucki, Ressort Devisenanlagen,  
Schweizerische Nationalbank

Die Devisenanlagen bilden zusammen mit dem Goldbestand und den inländischen Finanzaktiven (inländische Wertschriften und Forderungen aus Repo-Geschäften) den Grossteil der Aktiven der Schweizerischen Nationalbank (SNB). Sie gehören zum Volksvermögen und erfüllen wichtige geld- und währungspolitische Aufgaben. Ausserdem generieren sie den überwiegenden Teil der Erträge der SNB.

Die Devisenanlagen lassen sich in kursgesicherte und ungesicherte Anlagen unterteilen. Die kursgesicherten Devisenanlagen resultieren aus Dollar- und Euro-Swaps, welche die SNB abschliesst, um die Wirtschaft mit Notenbankgeld zu versorgen. Die ungesicherten Devisenanlagen geben der SNB die Möglichkeit, im Falle einer Frankenschwäche am Devisenmarkt zu intervenieren. Ende März 2000 belief sich der Wert der Devisenanlagen auf 46,6 Mrd. Franken. Da die SNB keine Devisenswaps ausstehend hatte, war der ganze Devisenbestand ungesichert.

Die Anlagetätigkeit der SNB im Fremdwährungsbereich wird in Artikel 14, Absatz 3 des Nationalbankgesetzes (NBG) geregelt, der zuletzt 1997 revidiert wurde. Darin heisst es, dass die Nationalbank befugt ist, folgende Geschäfte zu betreiben:

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

- von leicht realisierbaren Schuldverschreibungen ausländischer Staaten, internationaler Organisationen oder ausländischer Banken, von anderen Guthaben auf das Ausland mit einer Verfallzeit von höchstens zwölf Monaten,

- von Derivaten (Optionen, Futures, Forward Rate Agreements), soweit sie dazu bestimmt sind, Marktrisiken auf den Schuldverschreibungen und den Guthaben auf das Ausland zu steuern.»

Die SNB kann somit im Wesentlichen ausländische Staatsanleihen und Obligationen von internationalen Organisationen, Staaten und Banken kaufen und verkaufen. Zudem kann sie im Geldmarktbereich Festgelder, Geldmarktpapiere (v.a. Certificate of Deposits) und Repogeschäfte mit ausländischen Banken und Wertpapierhäusern abschliessen sowie Futures, Optionen und Swaps zur Steuerung der Marktrisiken einsetzen.

Die Revision des NBG vom 1. November 1997 brachte wichtige Verbesserungen für die Geschäfts- und insbesondere die Anlagetätigkeit der SNB. Erstens wurde die bisherige Restriktion der Auslandsanlagen auf Wertpapiere mit einer maximalen Laufzeit von zwölf Monaten aufgehoben. Die SNB kann somit Obligationen unabhängig von deren Laufzeit halten. Zweitens ermöglichte die Gesetzesänderung den Einsatz von Derivaten und damit eine kostengünstige und effiziente Steuerung der Zinsrisiken. So kann beispielsweise die Duration (mittlere Kapitalbindungsdauer) eines Portfolios durch den Einsatz von Zinsfutures mit geringeren Transaktionskosten verändert werden als durch den Kauf oder Verkauf von Obligationen am Kassamarkt. Drittens erhielt die SNB durch die Reduktion des Golddeckungssatzes von 40% auf 25% und durch die gleichzeitige Befugnis zum Goldleihgeschäft die Möglichkeit, ihre Goldbestände zu bewirtschaften.

Die aufgehobene Restlaufzeitbeschränkung versetzt die SNB in die Lage, die Erkenntnisse des modernen Portfoliomanagements umzusetzen und die Fremdwährungsreserven langfristig rentabler anzulegen, ohne gesamthaft grössere Risiken als zuvor einzugehen. Die frühere Laufzeitbeschränkung hinderte sie daran, eine günstige Währungsdiversifikation des Portfolios zu erreichen. Tendenziell wird durch die verbesserte Währungsdiversifikation das Gesamtrisiko des Portfolios sogar kleiner. Die Reduktion des Währungsrisikos gleicht die Erhöhung des Zinsrisikos, die durch die längeren Laufzeiten der Obligationen entsteht, mehr als aus. Ausserdem wird der Ertragsspielraum für die SNB durch die im Durchschnitt höheren Erträge auf langfristigen Obligationen grösser. Damit stehen, nach Abzug der für eine angemessene Dotierung der Devisenreserven benötigten Erträge, mittel- und langfristig höhere Beträge für die Gewinnausschüttung an den Bund und an die Kantone zur Verfügung. Selbstverständlich untersteht die Anlagetätigkeit der SNB nach wie vor dem Primat der Geld- und Währungspolitik. Sie konzentriert sich daher auf Anlagen, die sehr liquide sind und ein tragbares Kreditrisiko aufweisen.

Im folgenden Artikel stellen wir den Anlageprozess der SNB und dessen Umsetzung bei der Verwaltung der Devisenanlagen dar. Dabei wird vor allem die Entwicklung seit der Gesetzesrevision von 1997 beleuchtet und die aktuelle Situation des Portfolios und der verwendeten Anlageinstrumente präsentiert. Bemerkungen bezüglich der erzielten Performance und des Einsatzes von externen Vermögensverwaltern runden das Bild ab.

# 1 Währungszusammensetzung der Devisenanlagen

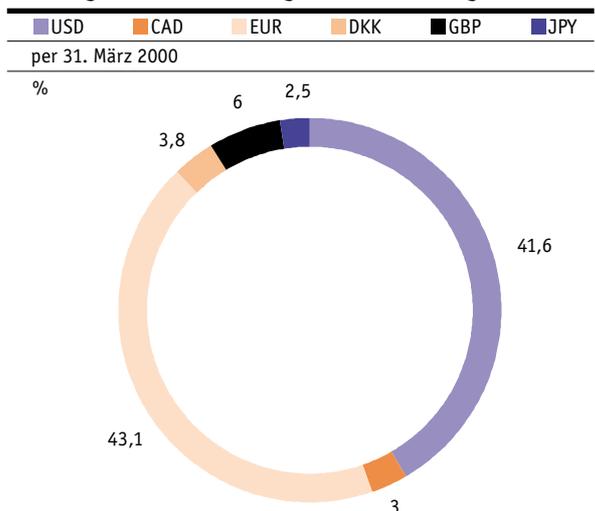
Die Grafik 1 zeigt, dass die beiden Hauptwährungen US-Dollar und Euro das Schwergewicht der Anlagen bilden. Dies ist zum einen auf deren internationale Bedeutung als Reservewährung zurückzuführen. Zum anderen verfügen diese Währungen auch über einen Kapitalmarkt, der es der SNB erlaubt, liquide Anlagen in der für ein effizientes Portfoliomanagement notwendigen Grössenordnung zu tätigen. Ende März 2000 betrug der Anteil der Anlagen in US-Dollar und in Euro zusammen 84,7%. Die übrigen Anlagen sind in Kanadischen Dollar, Britischen Pfund, Dänischen Kronen und Yen denominated.

Seit dem Inkrafttreten des revidierten NBG hat sich die Währungszusammensetzung der ungesicherten Devisenanlagen drastisch verändert. Vorher war die SNB aufgrund der Beschränkung des Anlageuniversums auf Anlagen mit einer Restlaufzeit von weniger als einem Jahr gezwungen, beinahe 80% des Portfolios in US-Dollar zu halten. Der US-Markt, insbesondere jener für die Treasury Bills, war der einzige Geldmarkt, der über die erforderliche Liquidität verfügte, um auch grössere Beträge ohne Preiseinbussen rasch liquidieren zu können. Als Diversifikation kamen nur Anlagen in D-Mark und Yen in Frage, da in den restlichen Währungen für die Bedürfnisse der SNB keine liquiden Anlagemöglichkeiten verfügbar waren. Da die deutschen Staatsanleihen im unterjährigen Bereich keine Anlagen mit grossen Beträgen

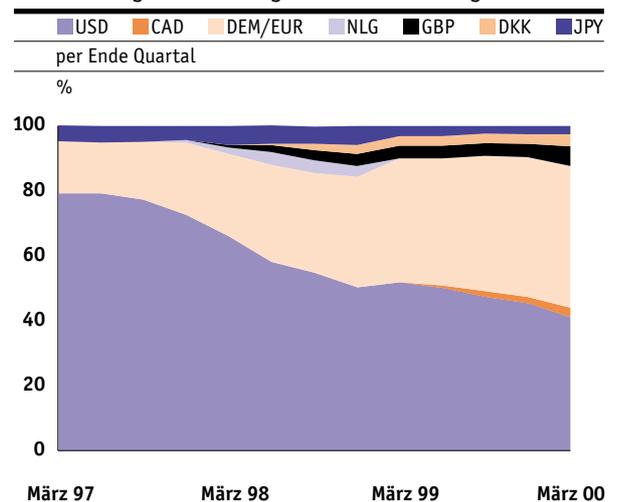
erlaubten, konnte vom tieferen Währungsrisiko der D-Mark gegenüber demjenigen des US-Dollar nicht im gewünschten Masse profitiert werden. Infolge der kurzen Laufzeiten der Anlagen war zudem praktisch keine Übernahme von Zinsrisiken möglich. Die Währungsrisiken bestimmten somit das Gesamtrisiko des Portfolios zu 99%.

Die Ausweitung des gesetzlich erlaubten Anlageuniversums auf Obligationen mit längeren Restlaufzeiten erschloss neue Märkte und bessere Diversifikationsmöglichkeiten auf der Währungsseite. Die SNB war denn auch bemüht, durch den Abbau des US-Dollar-Anteils zu Gunsten von Anlagen in D-Mark und zu einem kleineren Teil in Holländischen Gulden das Währungsrisiko rasch zu reduzieren.<sup>1</sup> Die Diversifikation des Währungsrisikos wurde durch die Beifügung von Anlagen in Britischen Pfund, Dänischen Kronen und Kanadischen Dollars zusätzlich verbessert. Im ersten Quartal 2000 löste der Euro den US-Dollar als Währung mit dem grössten Anteil an den ungesicherten Devisenanlagen ab.

Währungszusammensetzung der Devisenanlagen Grafik 1



Veränderung der Währungszusammensetzung Grafik 2



1 Mit der Einführung des Euro am 1. Januar 1999 wurden die Anlagen in D-Mark und in Holländischen Gulden in Euro umgewandelt.

## 2 Anlageinstrumente

Das Spektrum der zulässigen Anlageinstrumente hat sich als Folge der Gesetzesrevision von 1997 deutlich verbreitert. Ein wesentliches Kriterium bei der Wahl des Instrumentes stellt weiterhin die Liquidität des jeweiligen Marktes dar. Liquidität wird jedoch nicht mehr in buchhalterischem Sinn als Instrument mit einer Verfallzeit von weniger als einem Jahr definiert. Ein liquider Markt besteht vielmehr dort, wo grössere Mengen des Instrumentes gekauft oder verkauft werden können, ohne dass die Preise dadurch stark beeinflusst werden.

Der überwiegende Anteil unseres Devisenbestandes wird nach wie vor in Staatsanleihen angelegt, da diese im Markt über die grösste Liquidität verfügen. Um ein effizientes Portfoliomanagement zu gewährleisten, sind die Portfoliomanager darauf angewiesen, grosse Volumen handeln zu können. Ansonsten würde die Anzahl der einzelnen Positionen gross und die Portfoliozusammensetzung unübersichtlich. Zudem erhöhen viele kleine Positionen die Transaktions- und Verwaltungskosten.

Im Euroraum umfasst das Anlageuniversum Anleihen aller in der Währungsunion zusammengefassten Staaten, wobei Deutschland, Frankreich und Spanien die wichtigsten sind. Italienische Staatspapiere wären zwar von der Marktliquidität her geeignet, sind für die SNB aus Steuergründen jedoch nicht interessant.<sup>2</sup>

Ausserhalb des Bereichs der Staatspapiere spielen Anleihen der amerikanischen Agencies und deutsche Pfandbriefe die wichtigste Rolle. Die US-Agencies, vor allem Fannie Mae (FNMA) und Freddie Mac (FHLMC), sind von der amerikanischen Regierung gegründete Institutionen, die jedoch rechtlich selbständig und im Besitz privater Aktionäre sind. Sie verfügen über eine spezialgesetzliche Grundlage und über enge institutionalisierte Beziehungen zur Bundesregierung, die im Markt als eine implizite Garantie des amerikanischen Staates interpretiert werden.<sup>3</sup> Die Agencies dienen in den USA der Wohneigentumsförderung, indem sie von den Banken vergebene Hypotheken aufkaufen und damit das Kreditrisiko der Hypothekargläubiger übernehmen. Sie finanzieren sich über den Kapitalmarkt durch die Emission von grossen und damit sehr liquiden Anleihen gemäss einem regelmässigen Kalender.

Die Jumbo-Pfandbriefe können als europäisches Gegenstück zu den Anleihen der US-Agencies bezeichnet werden. Es handelt sich dabei um Anleihen mit einer minimalen Emissionsgrösse von 500 Mil-

lionen Euro, die von den deutschen, französischen und spanischen Hypothekenbanken zur Kreditfinanzierung begeben werden. Die SNB beschränkt sich zurzeit auf die deutschen Emittenten, da deren Anleihen am besten handelbar sind. Die Pfandbriefe sind fast ausnahmslos mit AAA geratet, da den Anlagen die Sicherheit des deutschen Pfandbriefrechts zugrunde liegt. Der Markt in Jumbo-Pfandbriefen ist in den letzten Jahren ständig gewachsen. Diese Instrumente bilden gegenwärtig einen wichtigen Bestandteil unseres Euro-Portfolios.

Eine geringe Rolle spielen demgegenüber die Anlagen in Eurobonds. Ihr Vorteil ist eine verglichen mit den Staatsanleihen bessere Verzinsung. Diese muss jedoch durch eine tiefere Liquidität des Marktes erkaufte werden. Die von der SNB gehaltenen Einzelpositionen sind deshalb deutlich kleiner als bei den Staatspapieren.

Im Geldmarktbereich sind Festgelder bei Banken und «Reverse Repos» am wichtigsten. Bei einem «Reverse Repo» handelt es sich um einen Kauf von Wertpapieren, der mit dem gleichzeitigen Wiederverkauf auf Termin gekoppelt ist. Dies entspricht einem durch Wertpapiere gesicherten Kredit, der einer Gegenpartei zur Verfügung gestellt wird, wobei die SNB eine Deckung in Form von Staatspapieren verlangt. Das Kreditrisiko gegenüber dem Kreditnehmer ist deutlich geringer als bei einem ungesicherten Kredit durch ein Festgeld. Das Repogeschäft erlaubt dem Portfoliomanager aber auch, gegen Hinterlage von am Markt gesuchten Wertpapieren Kredite zu einem sehr günstigen Zinssatz aufzunehmen, das Geld zu einem höheren Zins wieder anzulegen und dadurch einen Arbitragegewinn zu realisieren. Festgelder dürfen die Portfoliomanager ausschliesslich bei ausländischen Banken sowie bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) platzieren; ungedeckte Anlagen bei inländischen Banken sind der SNB gesetzlich nicht erlaubt. Zusätzlich werden als kurzfristige Anlagen auch handelbare Geldmarktpapiere, welche die BIZ für Zentralbanken offeriert, gehalten.

<sup>2</sup> Die von den Erträgen abgezogene Quellensteuer kann von der Nationalbank nicht zurückgefordert werden.

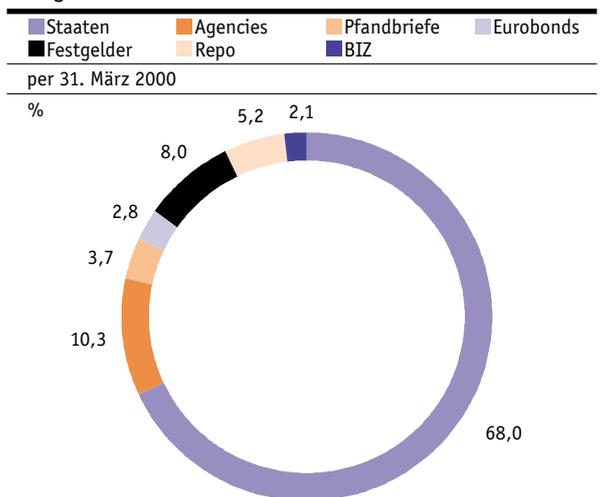
<sup>3</sup> Die implizite Staatsgarantie der Agencies wird zur Zeit kritisiert, da sie die Refinanzierungskosten der Agencies senkt und ihnen damit einen Wettbewerbsvorteil einräumt.

Zur Steuerung der Marktrisiken setzt die SNB Zinsfutures und Zinsswaps ein. Diese Instrumente erlauben es dem Portfoliomanager, die Duration der Portfolios kostengünstig und effizient zu verändern. Die Duration ist die mittlere Kapitalbindungsdauer des Portfolios und gibt an, wie stark sich der Wert des Portfolios bei Änderungen des Zinsniveaus verändert. Je länger die Duration ist, desto grösser ist die Wertveränderung bei einer Zinsverschiebung. Ein Zinsfuture ist ein standardisiertes Termingeschäft für den Kauf oder Verkauf von Obligationen auf einen bestimmten Zeitpunkt in der Zukunft. Bei einem Zinsswap werden zwei Zahlungsströme gegeneinander ausgetauscht. Beispielsweise bekommt die SNB einen fixen Zinssatz und bezahlt einen flexiblen Zinssatz, normalerweise Libor 6 Monate. Ausgetauscht werden dabei nur die auf einem fixierten Nominalwert berechneten Zinsen, nicht aber der Nominalwert selber. Durch dieses Geschäft wird die Duration des Portfolios verlängert. Während die Futures an organisierten Märkten gehandelt werden, sind Zinsswaps «over-the-counter»-Geschäfte. Die SNB geht somit ein Kreditrisiko in der Höhe des Nettowertes aller zukünftigen Zahlungsströme ein.<sup>4</sup>

### 3 Der Anlageentscheidungsprozess der SNB

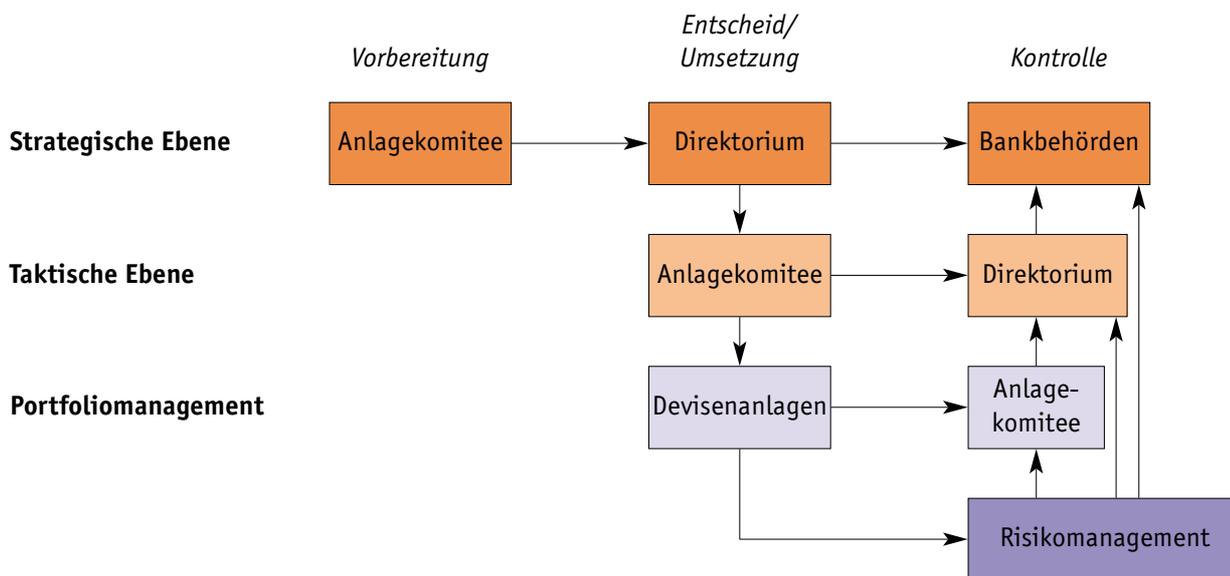
Die SNB orientiert sich bei ihrem Anlageprozess an dem bei institutionellen Anlegern weit verbreiteten dreistufigen Schema mit der strategischen Ebene, der taktischen Ebene und der Umsetzung auf der Ebene des Portfoliomanagements. Die Entscheidungsträger sind das Direktorium auf der strategischen Ebene, das Anlagekomitee auf der taktischen Ebene und das Ressort Devisenanlagen für das Portfoliomanagement. Auf jeder Stufe wird der Anlageerfolg anhand von repräsentativen Vergleichsindizes gemessen. Als zentrales Element dient das Anlagekomitee, das den ganzen Prozess steuert und koordiniert. Das Risikomanagement und dessen Reporting bis hinauf zu den Bankbehörden bilden ebenfalls einen wichtigen Bestandteil der Anlageorganisation.

Anlageinstrumente Grafik 3



<sup>4</sup> Beim Handel mit Futures an organisierten Börsen übernimmt ein sogenanntes «Clearing House» das Kreditrisiko der Gegenparteien. Es spielt somit bezüglich Kreditrisiko keine Rolle, mit welcher Gegenpartei das Futures-Geschäft abge-

schlossen wird. Bei den Zinsswaps ist dies anders, da die Zahlungsverpflichtungen der Gegenpartei bis zur Auflösung des Swaps bestehen bleiben.



## Anlageorganisation SNB

### 3.1 Strategische Ebene

Auf der strategischen Ebene werden vom Direktorium jährlich die grundsätzlichen Vorgaben für die Anlagepolitik bestimmt. Diese beinhalten vor allem die Auswahl der Anlagengewährungen und deren Gewichtung in einem so genannten Zielportfolio. Dieses Zielportfolio wird auf Grund der Rendite- und Risikoeigenschaften der einzelnen Anlagemöglichkeiten bestimmt, wobei auch die Goldbestände, die Aktiven in Schweizer Franken und die währungsgesicherten Anlagen aus den Swap-Transaktionen zur inländischen Liquiditätssteuerung in die Analyse einfließen. Einen wesentlichen Faktor bei der Bestimmung dieses Zielportfolios bilden ausserdem die notenbankpolitischen Restriktionen. Für die Leitwährungen US-Dollar und Euro werden darum verhältnismässig hohe Mindestanteile festgelegt, um im Bedarfsfall über genügend Mittel in den üblichen Reservewährungen zu verfügen. Ansonsten werden die zusätzlichen Diversifikationsmöglichkeiten ausgenutzt. Für jede Anlagengewährung wird bezüglich des Anteils am Gesamtportfolio vom Direktorium eine Bandbreite vorgegeben, innerhalb derer sich das Anlagekomitee positionieren kann.

Zudem bestimmt das Direktorium eine Bandbreite für die durchschnittliche Restlaufzeit der Anlagen. Zurzeit beläuft sich die Duration des Portfolios auf drei Jahre.<sup>5</sup>

Obwohl die Währungsallokation sich gemäss diesem Anlageprozess im Zeitablauf verändern kann, tritt die SNB nicht als kurzfristiger Währungsspekulant auf. Kurzfristige Währungsumschichtungen könnten mit der Politik oder den Interessen anderer Notenbanken in Konflikt geraten. Solche Konflikte gilt es im Interesse eines guten Verhältnisses der Zentralbanken untereinander zu vermeiden.

<sup>5</sup> Eine Duration von drei Jahren bedeutet, dass sich der Wert des Portfolios um ungefähr 0,3% verringert, wenn sich das Zinsniveau generell um 0,1% erhöht. Wenn die Zinsen um 0,1% sinken, gewinnt das Portfolio um ungefähr 0,3% an Wert.

## 3.2 Taktische Ebene

Das Anlagekomitee ist die zentrale Schaltstelle im ganzen Anlageprozess. Es setzt sich aus dem Vorsteher des III. Departements der SNB, dem Leiter des Bereichs Monetäre Operationen sowie Vertretern der Ressorts Devisenanlagen, Risikomanagement und Volkswirtschaft zusammen.

Die Währungsallokation sowie die Zielduration der einzelnen Portfolios werden auf der taktischen Ebene definitiv bestimmt. Die einzelnen Portfoliomanager verfügen im Währungsbereich über keine Freiheiten mehr. Sie verwalten eine ihnen zugeordnete Menge an US-Dollar, Euro oder einer der anderen Währungen. Das Anlagekomitee legt für die einzelnen Portfolios die Anlagerichtlinien und den Benchmark fest. Für jede Anlagewährung wird dabei ein eigenes Portfolio geführt. Im weiteren obliegt dem Anlagekomitee die Bestimmung der Anlageinstrumente, die die SNB im Rahmen der gesetzlichen Möglichkeiten handeln will.

## 3.3 Portfoliomanagement

Die Portfoliomanager im Ressort Devisenanlagen orientieren sich bei ihren Anlageentscheiden an ihrem Benchmark und an den vorgegebenen Anlagerichtlinien. Dabei verfolgen sie das Ziel, eine bessere Rendite als ihr Benchmark zu erzielen, wobei das eingegangene Risiko in der Beurteilung ihrer Leistung berücksichtigt wird. Der Benchmark setzt sich aus dem gewichteten Durchschnitt verschiedener Obligationenindizes zusammen. Innerhalb der Anlagerichtlinien ist der Portfoliomanager in seinen Anlageentscheiden frei. Die Richtlinien geben eine Bandbreite für die Duration vor, die das Zinsrisiko begrenzt, welches der Portfoliomanager eingehen kann. Ausserdem kann der Portfoliomanager in einem vorgegebenen Rahmen Kredit- und Liquiditätsrisiken eingehen, um den Benchmark zu «schlagen».

## 3.4 Risikomanagement

Die Anforderungen an die Risikoüberwachung und -berichterstattung sind angesichts der grossen Anlagebeträge hoch. Ein Risikokomitee mit Vertretern aller drei Departemente ist bankweit für die Zuteilung der Risikolimiten und für die Risikokontrolle zuständig. Das Ressort Risikomanagement erarbeitet die risikopolitischen Grundlagen und überwacht die

Anlagetätigkeit, insbesondere die eingegangenen Markt- und Kreditrisiken. Das Risikomanagement meldet die Ergebnisse der Risikoüberwachung direkt den zuständigen Linien- und Aufsichtsinstanzen der SNB. Es orientiert regelmässig auch die Risikodelegation des Bankausschusses, welche die Oberaufsicht über die Anlagetätigkeit der SNB im Auftrag der Bankbehörden wahrnimmt. Dieser direkte Zugang zu den Bankbehörden ist für die Wirksamkeit der Kontrollorganisation von grosser Bedeutung.

## 4 Die Performance der Devisenanlagen

Die Performancezahlen der schweizerischen Anlagestiftungen und Anlagefonds der Kategorie «Obligationen Ausland» ermöglichen es, den Anlageerfolg der SNB mit demjenigen von kommerziellen Produkten zu vergleichen. Dabei ist einerseits zu berücksichtigen, dass die gesetzlichen Vorschriften und das Primat der Geld- und Währungspolitik den Handlungsfreiraum der Nationalbank einschränken und die Performance tendenziell negativ beeinflussen. Andererseits sind die Kosten der SNB, umgerechnet auf das verwaltete Volumen, einiges kleiner als bei den Fonds und den Stiftungen.<sup>6</sup>

Das Anlageergebnis der SNB für das Jahr 1999 kann sich sehen lassen. Es lag über jenem der kommerziellen Produkte, was vor allem auf den vergleichsweise grösseren US-Dollar-Anteil zurückzuführen ist. Allerdings hat die SNB den Yen im Vergleich zu dessen Marktkapitalisierung bzw. seinem Gewicht im Weltindex massiv untergewichtet. Dies erklärt die gegenüber dem globalen Obligationenindex von JP Morgan schlechtere Rendite.

Im Jahre 1998 wurde das Ergebnis der SNB durch den damals noch sehr hohen US-Dollar-Anteil belastet. Die kumulierte Rendite über die Jahre 1998 und 1999 zeigt hingegen, dass mit den von der SNB verwalteten Geldern ein angemessener Ertrag erzielt worden ist.

Die Volatilität des SNB-Portfolios war im Jahre 1999 deutlich kleiner als in der Vorperiode, was die weitere Reduktion des Währungsrisikos durch die Umschichtung vom US-Dollar in andere Währungen widerspiegelt. Unter Berücksichtigung des Risikos war 1999 ein erfolgreiches Jahr für die Anlagen der SNB. Der Mehrertrag des Indexes von JP Morgan gegenüber dem SNB-Portfolio war mit einem höheren Risiko verbunden, das durch den hohen Yen-Anteil im Index bedingt ist.

<sup>6</sup> Die Performancezahlen für die Anlagestiftungen und die Anlagefonds werden von Watson Wyatt S. A. berechnet und jeweils halbjährlich in der Zeitschrift «Schweizer Personalvorsorge» publiziert.

	1998		1999		Durchschnitt 98/99	
	Rendite	Volatilität	Rendite	Volatilität	Rendite	Volatilität
<b>SNB Devisenanlagen</b>	5,9%	7,4%	9,7%	6,5%	<b>7,8%</b>	<b>7,0%</b>
<b>Anlagestiftungen</b>	8,1%	5,8%	6,3%	6,1%	<b>7,2%</b>	<b>6,0%</b>
<b>Obligationen Ausland</b> (Durchschnitt von 10 bzw. 12 Stiftungen)						
<b>Anlagefonds</b>	6,4%	5,6%	5,2%	6,2%	<b>5,8%</b>	<b>5,9%</b>
<b>Obligationen Ausland</b> (Durchschnitt von 75 bzw. 86 Fonds)						
<b>JP Morgan Global GBI</b>	8,4%	7,4%	9,9%	8,3%	<b>9,1%</b>	<b>7,8%</b>

## 5 Der Einsatz externer Vermögensverwalter

Der Einsatz von externen Vermögensverwaltern bei der Anlage von Devisenreserven kann verschiedenen Zwecken dienen. Zum einen können sie einen Vergleichsmaßstab für die internen Portfoliomanager bilden. Zum anderen können sie spezielle Anlagesegmente abdecken, die die Zentralbank nicht selber verwalten will oder kann. Als weiterer Zweck kommt die Erhöhung des Anlageertrages durch ein aktives Portfoliomanagement im Währungsbereich in Frage.

Seit längerer Zeit bewirtschaftet ein externer Vermögensverwalter einen Teil des US-Dollar-Portfolios entsprechend den von der SNB definierten Vorgaben. Aufgrund unterschiedlicher Voraussetzungen kann die Leistung dieses Managers jedoch nicht direkt mit derjenigen des internen Managers verglichen werden: Das interne US-Dollar-Portfolio ist viel grösser als das externe, zudem treten beim internen Portfolio häufig grössere Zu- und Abflüsse auf.

Aus diesem Grund hat die SNB das Konzept für den Einsatz von externen Verwaltern überarbeitet. Diese sollen neu vor allem Anlagebereiche abdecken, die die SNB nicht selber bewirtschaften will. Dazu gehören die amerikanischen Mortgage Backed Securities (MBS) und globale Obligationenportfolios mit Freiheiten in der Währungsallokation auf der Stufe des Portfoliomanagements. Die SNB hat in diesen Segmenten mehrere Mandate mit jeweils gleich lautenden Anlagerichtlinien an externe Verwalter vergeben. Dies ermöglicht es, die Performance zwischen den einzelnen Managern direkt zu vergleichen. Zudem kann die SNB durch das Ausweiten der eingesetzten Anlagen von einer verstärkten Diversifikation profitieren, die das Gesamtrisiko auf den Devisenanlagen weiter reduziert.

## 6 Schlussbemerkungen

Dank der Revision des Nationalbankgesetzes von 1997 kann die SNB ihre Devisenanlagen effizienter bewirtschaften als früher. Voraussichtlich werden dadurch die Erträge langfristig höher und stabiler ausfallen. Selbstverständlich muss das Portfoliomanagement der Devisenanlagen den notenbankspezifischen Erfordernissen auch in Zukunft in hohem Masse Rechnung tragen. Dies sollte die Erträge, die aus den Fremdwährungsanlagen zu Gunsten von Bund und Kantonen erwirtschaftet werden, jedoch nicht wesentlich beeinträchtigen.



## Erhöhung des Zielbandes für den Dreimonats-Libor

Am 15. Juni 2000 erhöhte die Nationalbank das Zielband für den Dreimonats-Libor um 0,5 Prozentpunkte auf 3,0%–4,0%. Sie reagierte damit auf die zunehmenden Inflationsgefahren.

**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 55 15, 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. 2,3% MWSt.  
Postkonto 80-148-3

**Internet**

<http://www.snb.ch>



