

## R e f e r a t

gehalten an der Sitzung des Bankrates  
vom 11. September 1970

von Dr. E. Stopper, Präsident des Direktoriums

---

2. Teil

(mündliche Ergänzung zum schriftlichen Bericht)

Aus der reichen Fülle der uns gegenwärtig beschäftigenden Probleme seien nur zwei herausgegriffen.

Das erste betrifft die komplexe Materie der vom Bundesrat vorgeschlagenen Aenderung der Kompetenzordnung für die Fixierung der Währungsparität, und das zweite die Zinsentwicklung.

A. Zur Revision des Münzgesetzes

I. Warum wird eine Aenderung der Kompetenzordnung vorgeschlagen?

Die schwerfällige, aus dem Jahre 1952 stammende Kompetenzordnung, die eine Paritätsänderung sogar dem fakultativen Referendum unterstellt, entbehrte zu jener Zeit nicht eines tieferen Sinnes. Der Umfang der Geldschöpfung war noch an das Gold gebunden, das wegen seiner Knappheit vor übermässiger Inflation schützte. Die möglichst lange Aufrechterhaltung der gleichen Goldparität galt als Ausdruck einer erfolgreichen Inflationsbekämpfung. Die gegen eine Paritätsänderung errichteten Hindernisse waren deshalb als Auftrag an die Währungsbehörden zu betrachten, die Inflation zu bekämpfen.

Im Laufe unseres Jahrhunderts nahm die Güterproduktion sehr viel rascher zu als die Goldmenge. Um deflatorische Konsequenzen zu vermeiden, wurden Methoden entwickelt, die das Gold "streckten". Auf nationaler Ebene wurden Goldmünzen durch Banknoten ersetzt, die nicht voll, aber doch in einem bestimmten Umfange durch Gold gedeckt sein mussten.



Auf internationaler Ebene wurde das Gold sukzessive durch Golddevisen ergänzt. Als massgebliche Golddevisen galt jeweils die in Gold konvertierbare Währung des wirtschaftlich stärksten Landes.

Das Funktionieren eines solchen Systems setzt voraus, dass das wirtschaftlich stärkste Land jederzeit in der Lage ist, Goldkonversionsbegehren der Währungsbehörden der übrigen Länder zu erfüllen. Es muss daher nicht nur über eine bedeutende Goldreserve verfügen, sondern zudem bei übermässigen Goldverlusten fähig sein, den Goldabfluss durch eine deflationistische Wirtschafts- und Währungspolitik zu stoppen. Obwohl das knappe Gold auch für den internationalen Gebrauch "gestreckt" wurde, übte es also auch hier immer noch einen inflationshemmenden Einfluss aus.

Solange die Goldknappheit vor übermässiger Inflationsgefahr bewahrte, erschienen Aufwertungen gegenüber dem Gold praktisch sinnlos. Paritätsänderungen kamen nur im Sinne der Abwertung in Frage.

Die Schöpfer des Münzgesetzes von 1952 waren sich bewusst, dass nur die schweizerische Währung seit ihrem Bestehen lediglich einmal abgewertet worden ist und ihr dies ein besonderes Prestige verleiht. Die Schwerfälligkeit des bei einer Paritätsänderung zu befolgenden Verfahrens sollte mithelfen, die Fortführung dieser Politik zu sichern.

Rein rechtlich betrachtet, hat sich das internationale Währungssystem seit anfangs der fünfziger Jahre nicht grundlegend verändert. Die Wahrungsparitäten sind wie damals immer noch im Gold verankert. Die funktionelle Bedeutung des Goldes innerhalb des internationalen Währungssystems ist aber nicht mehr dieselbe; insbesondere hat es inzwischen seinen inflationshemmenden Einfluss weitgehend verloren.

Für den Zahlungsbilanzausgleich, für Reservezwecke und damit als Grundlage für die Geldschöpfung ist das Gold immer mehr durch den Dollar ersetzt worden, und zwar durch einen Dollar, der sich sukzessive der inflationshemmenden Golddisziplin entzog.

Im Laufe des letzten Jahrzehnts erreichten die amerikanischen Zahlungsbilanzdefizite und die der Welt daraus anfallenden Dollardisponibilitäten ein Ausmass, das in den Industrieländern inflatorische Auftriebstendenzen begünstigte und nicht ohne Störung der Geldversorgung absorbiert werden konnte. Bis Mitte der sechziger Jahre versuchten zwar eine Reihe von Notenbanken diese Entwicklung aufzuhalten, indem sie in grossem Umfange Dollars in Gold konvertierten. Nach den Spielregeln des damaligen Währungsregimes hätten die Vereinigten Staaten dem Goldschwind durch deflatorische, das Zahlungsbilanzdefizit stark vermindernde Massnahmen begegnen müssen. Sie zeigten sich aber aus binnenwirtschaftlichen Gründen ausserstande, dies in genügendem Ausmasse zu tun.

Die grossen Aufwendungen der Vereinigten Staaten zum Schutze der freien Welt, die bedeutenden amerikanischen Direktinvestitionen im Ausland und in den allerletzten Jahren eine konjunkturelle Ueberhitzung mit stark inflatorischem Einschlag haben wesentlich zu diesem Misserfolg beigetragen.

Die Notenbanken mussten einsehen, dass weitere massive Goldabzüge kein besseres Zahlungsbilanzgleichgewicht der U.S.A. zu erzwingen vermochten. Die Möglichkeit, dass sich die amerikanischen Behörden veranlasst sehen könnten, die Goldabgaben ganz einzustellen, konnte nicht ausser acht gelassen werden. Da den Notenbanken eine solche Entwicklung unerwünscht erschien, verzichteten sie auf weitere grössere Goldkonversionen. Sie hofften, dass es den U.S.A. in absehbarer Zeit schliesslich gelingen möge, ihr Zahlungsbilanzdefizit auf einen tragbaren Umfang zu reduzieren und waren bestrebt, das Regime der Goldkonvertibilität in diese bessere Zukunft hinüberzueretten.

Diese Zurückhaltung gestattet es, das Golddevisenregime formell aufrechtzuerhalten, materiell, das heisst bezüglich seiner ökonomischen Wirkungen kam es aber einem nicht mehr der Golddisziplin unterliegenden Dollarstandard gleich. Seit dem Bestehen dieses de facto Dollarstandards hat sich das amerikanische Zahlungsbilanzdefizit weiter vergrössert, und die der Welt daraus angefallenen Dollardisponibilitäten haben den internationalen Spielraum für inflatorische Entwicklungen ausgedehnt.

Die amerikanischen Behörden haben zwar Anstrengungen zur Inflationsbekämpfung unternommen, soweit dies mit Rücksicht auf die internen wirtschaftlichen, sozialen und politischen Verhältnisse möglich war. In den letzten zweieinhalb Jahren lag der Akzent dieser Bemühungen auf einer restriktiven Geldpolitik. Sie veranlasste die amerikanischen Banken und Grossfirmen, einen wesentlichen Teil der Dollardisponibilitäten von der übrigen Welt zu hohen Zinssätzen zurückzuborgen. Solche Dollardisponibilitäten zirkulierten bisher zur Hauptsache ausserhalb der Notenbanken. Trotzdem haben auch sie dazu beigetragen, den Inflationsspielraum zu erweitern.

Für die nicht-amerikanischen Gläubigerbanken eignen sich diese Dollaranlagen praktisch ebenso gut als Grundlage für die Ausweitung ihres Kreditvolumens wie eigentliche Kassamittel. Wenn zusätzliche Kredite zu Barabhebungen und damit zu einem zusätzlichen Bedarf an Kassa führen, so können kurzfristige Dollaranlagen liquidiert und bei der Zentralbank in Bargeld umgewandelt werden.

## II. Ueber die beschränkten Möglichkeiten für erfolgreiche Aufwertungen

Zweck dieser Ausführungen war, zu zeigen, wie die knappen und daher inflationshemmenden Goldreserven als Währungsgrundlage immer mehr durch den reichlich vorhandenen Dollar ersetzt wurden. Aus ihnen geht auch hervor, dass das dauernde Festhalten an der gleichen Goldparität nicht mehr einen besonderen Inflationsschutz beinhaltet. Gesetzliche Regelungen, die Paritätsänderungen fast verunmöglichen, zwingen nicht mehr im gleichen Masse wie früher zur Inflationbekämpfung. Sie können sich unter Umständen sogar in gegenteiliger Richtung auswirken.

Es erscheint daher empfehlenswert, soche Regelungen fallenzulassen und sie durch eine flexiblere Ordnung zu ersetzen, wie sie auch in den meisten andern Ländern üblich ist.

Die Ueberlegungen, die den Bundesrat veranlasst haben, dem Parlament vorzuschlagen, die schweizerische Kompetenzordnung den im Ausland vorherrschenden Verhältnissen anzupassen, sind also grundsätzlicher Art. Es wäre falsch, dahinter konkrete Aufwertungspläne zu wittern.

Die starke Auslandsverflechtung unserer Wirtschaft wird in währungspolitischen Belangen stets zu grosser Vorsicht zwingen. Die konservative Gesinnung unserer Bevölkerung ist eine weitere Garantie dafür, dass im Zweifelsfalle am Bestehenden festgehalten wird.

Man erwartet, dass die Schweiz nach wie vor bestrebt sein werde, übermässige innere Inflationsauftriebskräfte so weit als möglich zu bekämpfen, und dass daher höchstens eine Paritätsänderung im Sinne der Aufwertung in Frage komme. Von da bis zum Gedanken, es könnte eine solche bevorstehen, ist in einer starken Inflationseinflüssen unterliegenden Welt nur ein kleiner Schritt.

Nachdem die Schweiz auch im letzten Herbst eine Aufwertung abgelehnt hatte, ist für absehbare Zeit keine derartige Handlung zu erwarten.

Auch bei uns ist eine kräftige Kostenhausse im Gange. Es ist höchst unwahrscheinlich, dass sie so wesentlich hinter derjenigen in anderen währungsstarken Ländern zurückbleiben werde und ~~dass~~ daraus ein fundamentales Ungleichgewicht zu unsern Gunsten entstehen könnte. Man darf sich auch nicht davon täuschen lassen, dass sich bei uns das wirkliche Ausmass des Kostenauftriebes nur mit Verzögerung in einem Anstieg des Lebenskosten-Index niederschlägt; er dauert dafür umso länger über die Konjunkturwende hinaus an.

Ich habe das Wort "fundamentales Ungleichgewicht" verwendet, weil Bundesrat und Nationalbank nach wie vor der Meinung sind, dass sich Paritätsänderungen nur beim Vorhandensein eines fundamentalen Ungleichgewichtes rechtfertigen.

Eine solche Situation könnte sich für unser Land noch am ehesten dann ergeben, wenn eine ganze Gruppe für uns wichtiger Lieferanten-, Abnehmer- und Konkurrenzländer, denen wir bezüglich Konkurrenzfähigkeit nicht nachstünden, gleichzeitig aufwerten würde. Da eine derartige Aufwertung praktisch einer partiellen indirekten Abwertung des Frankens gleichkäme, könnten wir uns vor die Wahl gestellt sehen, entweder deren inflationsstimulierende Wirkung über uns ergehen zu lassen oder zu versuchen, uns durch ein Mitziehen vor solchen Folgen zu schützen.

Ein solcher Fall ist indessen bei genauerer Analyse der Verhältnisse für absehbare Zeit kaum aktuell. Es ist ziemlich sicher, dass sich die Hochkonjunktur bereits in ihrer Spätphase befindet. Eine solche Spätphase ist aber für eine Aufwertung denkbar ungeeignet; sie würde für das betreffende Land das Rezessionsrisiko beträchtlich erhöhen. Unter

diesen Umständen erscheint es auch ausgeschlossen, eine ganze Gruppe von Ländern zum Mitmachen zu veranlassen.

Konstellationen, die eine stabilitätspolitisch erfolgreiche Aufwertung gestatten, präsentieren sich eher selten. Sie dürften noch am ehesten dann eintreten, wenn möglichst alle Länder mit überdurchschnittlicher Konkurrenzfähigkeit sich zu einem aufeinander abgestimmten gleichzeitigen Vorgehen entschliessen. Dann werden nämlich die bei der nachfolgenden Beschreibung der Nachteile einer Einzelaufwertung geschilderten Gefahren weitgehend eliminiert. Eine Gruppenübereinkunft lässt sich aber nur schwer erzielen.

Es wird oft übersehen, dass eine isolierte Aufwertung eines einzelnen Landes die im Aufwertungszeitpunkt vermutlich bereits vorhandene stärkere internationale Inflationsneigung noch fördert, was alsdann den internationalen Nachfrageüberhang vergrössert. Dieser verstärkt auch wieder die Nachfrage nach Gütern des aufwertenden Landes, das dann trotz der Aufwertung wieder vom stabilitätsgefährdenden internationalen Auftriebswirbel erfasst wird.

Es dürfte sich lohnen, diese Zusammenhänge etwas zu vertiefen, da sie auch den bisherigen stabilitätspolitischen Misserfolg der deutschen Aufwertung mindestens teilweise zu erklären vermögen.

Eine Aufwertung setzt normalerweise eine deutlich überdurchschnittliche Wettbewerbsfähigkeit des betreffenden Landes voraus. Ferner muss sich die Konjunktur international in einer Aufstiegsphase befinden. Mit der Aufwertung soll die eigene Konkurrenzfähigkeit vermindert, das heisst der Export gebremst und der Import stimuliert werden. Es wird beabsichtigt, das ausländische Nachfragevolumen vermehrt auf ausländische Lieferquellen zu verweisen und diese Lieferquellen zudem zur Be-

friedigung seiner eigenen Nachfrage stärker anzuzapfen. Mit anderen Worten es wird versucht, sowohl den von Aussen kommenden als auch den eigenen Nachfrageüberhang auf das Ausland abzulenken und abzuwälzen.

Da zu diesem Zeitpunkt bereits ein gewisser internationaler Nachfrageüberhang vorhanden ist, ist es allerdings fraglich, ob eine solche Ablenkung und Abwälzung gelingen wird. Es ist nämlich zu befürchten, dass die internationale Nachfrage im Verlaufe des Konjunkturaufstieges von den andern Lieferquellen nicht voll befriedigt werden kann, so dass sukzessive die aufwertungsbedingten Preiserhöhungen akzeptiert, und diese höheren Preise in vielen Sektoren sogar zur internationalen Norm werden.

Man muss sich vor Augen halten, dass der Verschlechterung der Konkurrenzfähigkeit des aufwertenden Landes eine Verbesserung derjenigen der nichtaufwertenden Liefer- und Konkurrenzländer gegenübersteht .

Dies zeigt sich besonders deutlich in Ländern, die vorher schon überdurchschnittlich konkurrenzfähig waren. Die verstärkte Nachfrage gestattet, in den besonders begünstigten Sektoren höhere Preise und vorübergehend auch höhere Gewinne zu erzielen. Die Kostenhaussa lässt nicht auf sich warten, denn die wegen Expansion der Betriebe sich immer mehr verknappende Arbeitskraft vermag höhere Löhne durchzusetzen. Das steigende Masseneinkommen beschleunigt erst recht den Nachfrageauftrieb. Je mehr Länder davon erfasst werden, desto mehr erweitert sich der internationale Spielraum für die Preis-Lohn-Spirale.

Aber auch in Ländern, die vorher unterdurchschnittlich konkurrenzfähig waren, wird sukzessive die Wettbewerbskraft verbessert. Der bisherige Zwang zur Dämpfung des inneren Kosten- und Nachfrageauftriebes wird mit dem Wachsen des internationalen Nachfrageüberhanges immer geringer.



Die Vergrößerung des internationalen Nachfrageüberhanges und die damit verbundene Preishausse ziehen auch das Land, das im Einzelgang aufgewertet hatte, von neuem in den gerade durch seine Aufwertung verstärkten Nachfrage- und Preishausse-Sog, so dass das Stabilisierungsziel nicht erreicht werden kann.

Oft wird behauptet, eine missglückte Einzelaufwertung hätte erfolgreicher verlaufen können, wenn sie früher durchgeführt worden wäre. Man darf wohl annehmen, dass in der Frühphase des Konjunkturaufschwunges in den übrigen wettbewerbsstarken Ländern noch unausgenützte Reserven an Produktionskapazität vorhanden sind. Es ist daher nicht unwahrscheinlich, dass die aufwertungsbegünstigten Unternehmungen dieser Länder ihre Preise so lange nicht wesentlich erhöhen, als ihre Produktionskapazität noch nicht optimal ausgenutzt ist. Dadurch würde die aufwertungsbedingte Inflationsbeschleunigung mindestens verzögert. Wenn während dieser Zeit im aufwertenden Land eine konjunkturelle Beruhigung eintritt, die den internationalen Konjunkturverlauf definitiv zu mildern vermöchte, so könnte die Aufwertung zu einem Stabilitätserfolg führen. Tritt aber diese Beruhigung nicht ein, so ist eher damit zu rechnen, dass sich die in den vorangegangenen Abschnitten geschilderte zusätzliche Inflationsverstärkung und die damit verbundene Rückwirkung auf das aufwertende Land schliesslich doch noch durchsetzen.

Ob eine isolierte Aufwertung in einer Frühphase des Konjunkturaufschwunges wesentlich bessere Erfolgchancen hat, steht also kaum zum vornherein fest, und ob eine solche politisch durchsetzbar wäre, ist ebenfalls fraglich.

Die bisherigen Ausführungen gingen davon aus, dass ein für den internationalen Wirtschaftsverkehr bedeutendes Land aufwertet. Die Aufwertung eines Landes von wesentlich bescheidenerer weltwirtschaftlicher Bedeutung würde die internationale Inflation weit weniger stimulieren. Kleine Länder werden es aber

wohl nur selten wagen, im Einzelgang aufzuwerten, da die damit verbundenen Ungewissheiten für sie zu gewichtig erscheinen.

Zweck dieser Ausführungen war, zu zeigen, dass trotz den unstabiler gewordenen Währungsverhältnissen Paritätsänderungen im Sinne von Aufwertungen nur bei Vorliegen ganz besonderer Verhältnisse zur Förderung der Preisstabilität beitragen und daher nur mit grosser Zurückhaltung von ihnen Gebrauch gemacht werden sollte. Insbesondere sei nochmals betont, dass eine Aufwertung des Frankens "nicht in der Luft liegt".

#### B. Zur Zinsentwicklung

Seit längerer Zeit war im Inland ein fast ununterbrochener Anstieg der Zinssätze zu beobachten. Er stand unter dem Einfluss der Anziehungskraft des Eurogeldmarktes und ging über das durch die interne Konjunktorentwicklung bedingte Mass hinaus.

Zwischen dem Inland und dem Eurogeldmarkt blieb aber ein deutliches Zinsgefälle aufrechterhalten. Es bildet eine wichtige Voraussetzung für einen wirksamen Einsatz unserer antiinflationistischen Kreditpolitik, denn die Einebnung des Zinsgefälles könnte zu einem Rückstrom von seit längerer Zeit auf dem Eurogeldmarkt akkumulierten schweizerischen Mitteln führen. Gerade, um eine solche Angleichung der Zinssätze möglichst lange zu verzögern, wurde auf die Einberufung von Mindestguthaben verzichtet und der Akzent auf die eher zinsauftriebsdämpfende Kreditzuwachsbeschränkung gelegt. Die Kreditzuwachsbeschränkung kann aber ihrerseits nur so lange befriedigend funktionieren, als das Zinsgefälle massive Repatriierungen verhindert.

Die Höhe des Zinsgefälles wird beeinflusst durch das in den Kurssicherungskosten zum Ausdruck kommende Sicherheitsgefälle zwischen dem Schweizerfranken und dem Dollar und durch

die vielschichtigen "Struktur- und Trägheitsfaktoren", die einer raschen Angleichung des inländischen an das ausländische Zinsniveau entgegenwirken.

Ein Sicherheitsgefälle zugunsten des Frankens hilft zwar, unser Zinsniveau tiefer zu halten als das Eurodollarzinsniveau, es schützt aber kaum vor Repatriierungen. Wenn die Grösse des in den Kurssicherungskosten zum Ausdruck kommenden Sicherheitsgefälles identisch ist mit der Grösse des Zinsgefälles, so fällt der Renditenunterschied zwischen kursgesicherten Auslandsanlagen und den Anlagen im Inland dahin. Nur solange das Zinsgefälle dank den vielschichtigen "Struktur- und Trägheitsfaktoren" grösser ist als das Sicherheitsgefälle, vermag es Repatriierungen entgegenzuwirken.

Seit einiger Zeit weisen die Zinssätze auf dem Eurodollarmarkt als Folge der Lockerung der amerikanischen Geldpolitik eine überwiegend sinkende Tendenz auf. Sie bewegen sich gegenwärtig zwischen 8 und  $8\frac{1}{2}$  %. Umgekehrt haben sich bis vor kurzem die massgeblichen inländischen Sätze schrittweise erhöht. Es besteht allerdings noch ein deutlicher Abstand zum Zinsniveau des Eurodollarmarktes.

In den letzten Wochen sind aber auch die Kurssicherungskosten gestiegen. Diese Erhöhung ist fast so gross wie der bisherige retardierende Einfluss der "Struktur- und Trägheitsfaktoren". Mit andern Worten der Zinsertrag für kursgesicherte kurzfristige Euromarktanlagen ist in den Bereich der Sätze gerückt, die für Anlagen in inländischen Obligationen erzielt werden können. Da auf dem kurzfristigen Eurogeldmarkt auch in grösserem Umfange langfristige schweizerische Mittel angelegt sind, beginnt sich ein gewisser Anreiz zur Repatriierung solcher Mittel abzuzeichnen.

Dies dürfte erklären, warum die Rendite der Bundesobligationen seit Ende Juni eine leicht sinkende Tendenz aufweist und die neuen Anleihssemissionen trotz etwas geringerer Rendite einen ausgezeichneten Erfolg zeitigten.

Das künftige Ausmass und die Zeitdauer dieser Entwicklung sind nicht leicht zu beurteilen. Die weitere Entwicklung ist in erster Linie abhängig von den künftigen Zinssätzen auf dem Eurodollarmarkt und der Höhe des sich in den Kurssicherungskosten ausdrückenden Sicherheitsgefälles.

Ein weiteres langsames und mässiges Sinken der Eurosätze ist nicht unwahrscheinlich. Dies macht die Entwicklung des Sicherheitsgefälles noch bedeutungsvoller. Es ist nicht völlig ausgeschlossen, dass es unter dem Einfluss der durch die Revision des Münzgesetzes ausgelösten Diskussionen und der allgemein wieder etwas unruhiger gewordenen Währungslage in nächster Zeit noch etwas anwächst.

Dies würde angesichts der enger gewordenen Zinsmarge wahrscheinlich die Repatriierungsneigung verstärken. Vorderhand wird sie allerdings durch die Anziehungskraft kurz- und langfristiger Anlagen in DMark und holländischen Gulden gemildert, denn solche Anlagen werfen eine höhere Rendite ab als inländische Anlagen und lauten auf Währungen, die ein grosses Prestige geniessen.

Es ist nicht ausgeschlossen, dass sich in den nächsten Monaten das Kapitalangebot im Inland infolge Repatriierungen ausweiten wird. Ihm stünde allerdings auch ein aufgestaunter Bedarf an langfristigem Kapital gegenüber. Solange die zurückfliessenden Beträge in einem bescheidenerem Rahmen bleiben, dürfte der Rückgang der Obligationenrenditen nur sehr mässig ausfallen. Ein massives Anwachsen der Repatriierungen würde wohl vorübergehend auf die Zinssätze drücken, aber zugleich auch den Investitionsauftrieb und damit die Inflationsneigung

verstärken. Nicht zuletzt würde auch die Wirksamkeit der zur Hauptsache monetären Inflationsbekämpfungsmassnahmen geschmälert. All dies würde innert kurzem zu einer neuen Zinshausse führen. Es ist also zu hoffen, dass die Repatriierungen mässig bleiben. Bei normalem Verlauf der Entwicklung besteht auch Aussicht, dass sich diese Hoffnung erfüllt.

Sie werden sich wahrscheinlich fragen, warum bei solchen Verhältnissen die Nationalbank kürzlich grünes Licht zur Erhöhung der Kassaobligationensätze um  $\frac{1}{4}$  % gab.

Den Hauptanstoss gab die Tatsache, dass der Zufluss von mittel- und langfristigen Geldern zu den Banken im Laufe dieses Jahres stark abnahm. Im ersten Semester 1970 betrug er bei den 72 uns monatlich Meldung erstattenden Banken noch zwei Drittel beziehungsweise die Hälfte der gleichen Periode des Jahres 1969 beziehungsweise 1968.

Die Eingänge an Kassaobligationengeldern verminderten sich sogar auf weniger als einen Sechstel im Vergleich zum ersten Semester der beiden Vorjahre. Die Unterschiede zwischen der Verzinsung der Kassaobligationen und der Rendite von Anleiheobligationen war zu gross geworden, als dass den sich häufenden Begehren um Zinssatzerhöhungen hätte weiter Widerstand geleistet werden können. Eine Erhöhung um  $\frac{1}{4}$  %, das heisst die Zubilligung eines Höchstsatzes von  $5 \frac{3}{4}$  % für Grossbanken und Kantonalbanken lässt immer noch eine gewisse Differenz zur Obligationenrendite offen, so dass auch bei einem weiteren mässigen Sinken der Obligationenrendite die neuen Kassaobligationensätze noch angemessen erscheinen.

Da die Zinsermässigung grossenteils von der Höhe des Sicherheitsgefälles abhängig ist, ruht sie auf einer recht unsicheren Grundlage. Ihr weiterer Verlauf ist daher nur schwer vorauszusagen.

-----

dodis.ch/36521

~~Franz h. m. u.~~  
~~verwahrt~~  
~~mit vier~~  
~~Leute.~~  
Fu

DR. EDWIN STOPPER

PRÄSIDENT DES DIREKTORIUMS  
DER  
SCHWEIZERISCHEN NATIONALBANK

110.2

Dr. in  
dionier Bundes-  
rat der Regierung  
ZÜRICH  
für Freitag