

Bericht

über die Wirtschafts- und Währungslage
für die Sitzung des Bankrates vom 10. März 1978

(abgeschlossen am 22. Februar 1978)

Weltwirtschaftliche Entwicklungstendenzen

Im vierten Quartal 1977 verlief die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern im allgemeinen etwas günstiger als im Quartal zuvor. In der Bundesrepublik Deutschland und in Japan belebte sich die Inlandnachfrage leicht. In Großbritannien verschlechterte sich die Beschäftigungslage nicht mehr weiter, während sie sich vor allem in den Vereinigten Staaten und auch in Frankreich deutlich verbesserte. Der positivste Aspekt der Konjunkturentwicklung war die Verlangsamung des Preisauftriebs. Für die OECD-Staaten insgesamt betrug die durchschnittliche monatliche Preissteigerung im November und Dezember noch je 0,4% gegenüber 0,6% im Oktober. Die durchschnittliche Zuwachsrate im Jahresvergleich ging von 9% im September auf 8,3% im Dezember zurück.

Die Gesamtbilanz für 1977 präsentiert sich weniger günstig, als zu Beginn des Jahres allgemein angenommen worden war. In den meisten OECD-Staaten blieb das reale Wirtschaftswachstum unter den ursprünglichen Prognosen, und die Arbeitslosigkeit nahm zu. Das Wachstum des internationalen Handels schwächte sich erheblich ab, während sich die protektionistischen Tendenzen verstärkten. Die Ertragsbilanzdefizite in einigen größeren Industrieländern konnten abgebaut werden. Da jedoch das Defizit der Vereinigten Staaten und der Überschuss Japans beträchtlich zunahmen, blieben die Ertragsbilanzungleichgewichte insgesamt gesehen weiterhin beträchtlich. Schließlich verstärkte auch die Abwertung des amerikanischen Dollars gegenüber den meisten übrigen wichtigen Währungen die Unsicherheit über die Wirtschaftsentwicklung.

Gemäß den neuesten Prognosen des OECD-Sekretariats dürfte das reale Wirtschaftswachstum in den Industrieländern im laufenden Jahr knapp 4% erreichen, was gegenüber 1977 eine geringe Verbesserung bedeuten würde. Ein Wachstum im prognostizierten Ausmaß dürfte in zahlreichen Ländern keine Verbesserung der Beschäftigungslage bringen, falls nicht zusätzliche Stimulierungsmaßnahmen ergriffen werden. In Japan wurden bereits derartige Maßnahmen beschlossen, und die Regierung strebt im nächsten Fiskaljahr ein Wirtschaftswachstum von real 7% an. Um dieses recht ambitionöse Ziel zu erreichen, sieht das Haushaltsbudget eine Ausgabensteigerung um rund 20% vor. Etwa ein Drittel der Ausgaben muß durch Kreditaufnahme finanziert werden.

Die Vereinigten Staaten beabsichtigen, auch im laufenden Jahr ein Realwachstum von 4,5-5% zu erreichen. Die Inflation wird wahrscheinlich im laufenden Jahr eher etwas ansteigen, und das Bundesbudget sieht trotz des

nun seit drei Jahren anhaltenden Aufschwungs sowohl im laufenden als auch im nächsten Fiskaljahr Defizite von je rund 60 Mrd Dollar vor.

In der Bundesrepublik Deutschland wird das reale Bruttosozialprodukt 1978 nach offiziellen Schätzungen um etwa 3,5% ansteigen gegenüber 2,5% im Vorjahr. Die expansiven Effekte des Staatshaushaltes dürften teilweise durch die wechselkursbedingte Dämpfung der Auslandsnachfrage kompensiert werden.

In Italien und Frankreich werden klare Prognosen durch die politischen Unsicherheiten erschwert. Die Aussichten in Großbritannien erscheinen dagegen relativ gut, sofern es der Regierung gelingt, ihre auf Dämpfung des Lohnauftriebs ausgerichtete Politik durchzuhalten.

Zusammenfassend kann angenommen werden, daß sich die konjunkturelle Situation in Europa nur langsam verbessern wird, während die Fortschritte in den Vereinigten Staaten und in Japan größer sein werden.

Streiflichter der Konjunktur im Ausland

In der *Bundesrepublik Deutschland* hat sich die konjunkturelle Entwicklung im vierten Quartal 1977 leicht verbessert. Die Zunahme der Auftragseingänge, insbesondere in der Investitionsgüterindustrie, führte im Dezember zu einer merklichen Erhöhung der Produktion, während in den Monaten Oktober und November das Niveau der Produktion noch unverändert war.

Die Exporte haben im vierten Quartal gegenüber dem Vorjahr um 6,1% und die Importe um 3,3% zugenommen. Die Zunahme für das ganze Jahr 1977 betrug bei den Exporten 6,6% und bei den Importen 5,8%. Der Handelsbilanzüberschuß erreichte 1977 38,4 Mrd DM, während der Ertragsbilanzüberschuß mit 8,2 Mrd leicht unter dem Vorjahresniveau lag.

Die Lage am Arbeitsmarkt hat sich im Januar 1978 leicht verbessert. Zum ersten Mal seit Mai 1977 fiel die Arbeitslosenzahl unter den entsprechenden Vorjahresstand. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote betrug 5,4%. Die Tendenz zur Preisstabilisierung setzte sich im Januar 1978 fort; die jährliche Zuwachsrate der Lebenshaltungskosten erreichte 3,2%.

Die industrielle Produktion in *Frankreich* stagnierte im letzten Quartal 1977 sowohl gegenüber dem Vorquartal wie auch im Vergleich mit dem vierten Quartal 1976, nicht zuletzt, weil zahlreiche Unternehmen ihre als zu hoch beurteilten Lager anpaßten. Die Arbeitslosigkeit hat sich

weiter verringert. Der Index der Konsumentenpreise stieg im November um 0,4% und im Dezember um 0,3%. Der Index lag aber im Dezember immer noch um 9% über dem Vorjahresniveau.

Der Außenhandel entwickelte sich im vierten Quartal positiv. Die Exporte nahmen um 13,6% gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode zu, die Importe um nur 1,8%. Für das ganze Jahr 1977 verzeichneten die Exporte eine Zunahme von 17,1%, während sich die Importe um 12,7% erhöhten. Das Handelsbilanzdefizit reduzierte sich von 20,5 Mrd Franc im Jahre 1976 auf 11,1 Mrd 1977.

In *Großbritannien* stagnierte die industrielle Produktion insgesamt, aber die Situation verbesserte sich in einigen Sektoren. Der Anstieg der Konsumentenpreise lag im Januar im Vorjahresvergleich erstmals seit 1973 wieder unter 10%, und derjenige des Preisindex der Industrieprodukte betrug im Januar 1978 noch 13,1% gegenüber 21% im Sommer 1977. Die Zahl der Arbeitslosen blieb in der Periode Oktober 1977 bis Januar 1978 unverändert auf 1,43 Mio.

Das durchschnittliche Einkommen der Arbeitnehmer erhöhte sich im Jahresvergleich im September um 9% und im Dezember um 10,5%. Die Regierung konnte ihr einkommenspolitisches Ziel, die jährliche Zuwachsrate der Löhne auf 10% zu beschränken, bis jetzt einigermaßen einhalten.

Das Außenhandelswachstum verlangsamte sich im vierten Quartal 1977. Gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode stiegen die Exporte um 16,5% und die Importe um 1,7%. 1977 betrug somit die Zuwachsraten 26,6% bzw. 16,7%. Das Handelsbilanzdefizit lag 1977 mit 1,66 Mrd Pfund um mehr als die Hälfte unter dem Vorjahresniveau. Die Ertragsbilanz war 1977 praktisch ausgeglichen, während sie 1976 ein Defizit von 1,23 Mrd Pfund aufgewiesen hatte.

In *Italien* blieb die Wirtschaftsaktivität auf unverändert tiefem Niveau. Im vierten Quartal 1977 verringerte sich die industrielle Produktion gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 8%. Für das ganze Jahr 1977 betrug der Rückgang 1%.

Ebenso verlangsamte sich das Wachstum im Außenhandel in den letzten drei Monaten des vergangenen Jahres weiter. Im ganzen Jahr 1977 stiegen jedoch die Exporte um mehr als 25% und die Importe um ungefähr 15%. Das Handelsbilanzdefizit verringerte sich von 5400 Mrd Lire im Jahr 1976 auf weniger als 2500 Mrd Lire 1977. Der Zahlungsbilanzüberschuß betrug 1977 2000 Mrd Lire gegenüber einem Defizit von 1000 Mrd im Vorjahr. Diese positive Entwicklung ist vor allem auf die starke Zunahme der Erträge aus dem Tourismus zurückzuführen.

Der Rückgang der Teuerungsraten hielt an. Die Großhandelspreise hatten im Dezember 1976 gegenüber dem Vorjahr um 31,5% zugenommen, während die Erhöhung

im Dezember 1977 nur noch 9,5% betrug. Der Anstieg der Konsumentenpreise reduzierte sich in der gleichen Periode von 21,8% auf 14,9%.

Das Wachstum des realen Bruttosozialproduktes der *Vereinigten Staaten* betrug im vierten Quartal 1977 (umgerechnet auf Jahresbasis) 4,0% gegenüber 5,1% im Vorquartal. Das schwächere Wachstum war jedoch im wesentlichen auf eine geringe Zunahme der Lagerbestände als Folge einer starken Nachfrage zurückzuführen. Die wichtigsten Konjunkturindikatoren zeigten denn auch eine wesentlich günstigere Entwicklung an. Im Vergleich zum Vorjahresquartal stiegen die industrielle Produktion im vierten Quartal um 5,8%, die Auftragseingänge um 15,3% und der Detailhandelsumsatz um 10,6%. Im Januar zeigten dagegen die meisten Indikatoren eine Abschwächung an, die aber hauptsächlich auf die Auswirkungen des harten Winters und des Kohlenarbeiterstreiks zurückzuführen war.

Die Arbeitslosenquote sank von 6,9% im November auf 6,3% im Januar. Die Zahl der Beschäftigten nahm im Jahre 1977 um 4 Mio zu, und das Einkommen der privaten Haushalte erhöhte sich 1977 um 11,1%.

Der Außenhandel wies 1977 ein Defizit von 26,7 Mrd Dollar auf. Die Exporte erhöhten sich gegenüber 1976 um 4,6%, während die Importe um 21,7% zunahmen.

Die Inflation hat sich 1977 leicht beschleunigt. Die Konsumentenpreise stiegen im Oktober gegenüber dem Vorjahr um 6,5% und im Dezember um 6,8%. Die Zunahme der Großhandelspreise blieb dagegen unverändert bei ungefähr 6%.

In *Japan* blieb das Wachstum relativ schwach, obwohl die im letzten September beschlossenen Maßnahmen zur Förderung der öffentlichen Investitionen zum Teil wirksam wurden. Die industrielle Produktion erhöhte sich im vierten Quartal 1977 im Vorjahresvergleich um 2,7%; sie war immer noch durch die sehr hohen Lagerbestände beeinflusst. In der gleichen Periode stieg die Zahl der Arbeitslosen von 0,96 auf 1,05 Mio.

Die konjunkturelle Entwicklung wurde 1977 vor allem durch den Export gestützt, wenn auch die Zunahme der Ausfuhren im zweiten Semester gegenüber dem ersten zurückging. Gegenüber 1976 stiegen die Exporte mit 20,1% etwa gleich wie im Vorjahr, während sich das Importwachstum von 12,9 auf 9,9% verlangsamte. Der Handelsbilanzüberschuß erhöhte sich von 9,9 Mrd Dollar 1976 auf 17,6 Mrd 1977. Die Ertragsbilanz erreichte 1977 ebenfalls einen Rekordüberschuß von 11,1 Mrd Dollar, etwa dreimal mehr als im Vorjahr.

Der Preisaufrtrieb verlangsamte sich in den vergangenen Monaten beträchtlich. Die jährliche Zuwachsrate der Konsumentenpreise reduzierte sich von 7,5% im Oktober auf 4,8% im Dezember, während die Großhandelspreise von Ende 1976 bis Ende 1977 um 1,5% zurückgingen.

Das internationale Währungsgeschehen

Während der Berichtsperiode stand die Abschwächung des Dollarkurses im Zentrum des Interesses. Der Kursrückgang gegenüber praktisch allen anderen wichtigen Währungen, der schon im Oktober und November recht beträchtlich gewesen war, verstärkte sich im Dezember noch. Selbst massive Interventionen insbesondere der Notenbanken der Bundesrepublik Deutschland, Japans und der Schweiz konnten den Sturz des Dollars nicht verhindern. Die vorher eher zwiespältige Haltung der amerikanischen Behörden gegenüber der Kursentwicklung ihrer Währung änderte sich gegen Jahresende, als auf den Devisenmärkten zunehmend chaotische Zustände herrschten. Am 21. Dezember erklärte der amerikanische Präsident, sein Land werde die Verantwortung zur Bewahrung des Wertes des Dollars übernehmen und in Zusammenarbeit mit anderen Währungsbehörden am Devisenmarkt intervenieren, um starken Kursbewegungen entgegenzutreten. Anfangs Januar gaben das amerikanische Schatzamt und das Federal Reserve Board ihre Absicht bekannt, am Devisenmarkt zu intervenieren und dazu neben dem bereits bestehenden Swap-Netz des Federal Reserve Board mit ausländischen Notenbanken auch eine zusätzliche Swap-Vereinbarung des amerikanischen Schatzamtes mit der Deutschen Bundesbank einzusetzen. Ebenso wurde der Diskontsatz in den Vereinigten Staaten aus wechselkurspolitischen Gründen von 6 auf 6,5% heraufgesetzt.

In der Folge konnte sich der Dollar, der gegenüber dem Schweizerfranken von 2,16 Ende November bis auf 1,90 am 4. Januar gesunken war, deutlich erholen. Er hielt sich jedoch nur vorübergehend auf dem höheren Niveau und schwächte sich im Februar gegenüber den meisten Währungen wieder ab. Von Ende November bis zum 22. Februar betrug der Kursrückgang des Dollars gegenüber dem Schweizerfranken 15,5%, gegenüber der D-Mark 8,4% und gegenüber dem Yen 2,1%.

Die Schwäche war einerseits auf das Defizit in der amerikanischen Ertragsbilanz zurückzuführen, das 1977 rund 18 Mrd Dollar betrug und im laufenden Jahr kaum wesentlich geringer ausfallen dürfte. Andererseits verzeichnete aber auch der private Kapitalverkehr ein Defizit in der gleichen Größenordnung, obwohl sich die Zinsdifferenz gegenüber den Hartwährungsländern in den vergangenen Monaten erheblich zugunsten der Vereinigten Staaten vergrößert hatte.

Die Bundesrepublik Deutschland ergriff am 15. Dezember zusätzliche Maßnahmen gegen den Zufluß ausländischer Gelder und die dadurch bedingte Höherbewertung der D-Mark. Der Diskont- und der Lombardsatz wurden um je 0,5% auf 3 bzw. 3,5% reduziert. Die Mindestreserven auf ausländischen Verbindlichkeiten der Banken wurden erhöht, wobei der Zuwachs gegenüber dem Durchschnitt September/Dezember mit einer Mindestreserve von 100% belegt wurde. Im weiteren wurde der Erwerb inländischer Wertpapiere mit einer Laufzeit von zwei bis vier Jahren durch Gebietsfremde untersagt. Dennoch hielt der Kursanstieg der D-Mark gegenüber

dem Dollar an. Dagegen schwächte sich die D-Mark gegenüber dem Schweizerfranken von Ende November bis zum 22. Februar um 7,8% ab.

Der französische Franken befestigte sich bis Ende Januar gegenüber dem Dollar etwa im gleichen Ausmaß wie die D-Mark. Anfangs Januar erlitt er jedoch im Hinblick auf den ungewissen Ausgang der bevorstehenden Wahlen in Frankreich einen Schwächeanfall und ging gegenüber dem Dollar innert einer Woche um rund 4% zurück. In der Folge konnte er sich jedoch wieder etwas erholen.

Die britische Währung befestigte sich angesichts der weiterhin sinkenden Inflationsraten und der Verbesserung in der Ertragsbilanz gegenüber dem Dollar weiter. Von Ende November bis zum 22. Februar betrug der Kursanstieg 7,2%. Auch die italienische Währung stieg in der gleichen Periode gegenüber dem Dollar um 2,9% an. Dazu dürfte nicht zuletzt die günstige Entwicklung der italienischen Ertragsbilanz beigetragen haben, die 1977 einen Überschuß von etwa 1,5 Mrd Dollar aufwies, während im Jahr zuvor noch ein Defizit von 2,8 Mrd zu verzeichnen war. Der japanische Yen blieb in der Berichtsperiode gegenüber dem Dollar relativ stabil, wobei die japanische Notenbank zeitweise beträchtliche Interventionskäufe tätigte, um einen Kursanstieg ihrer Währung zu verhindern.

Innerhalb der europäischen Währungsschlinge geriet der belgische Franc im Dezember zeitweise unter Druck. Die Spannungen ließen jedoch nach, nachdem der belgische Diskontsatz in zwei Schritten von 6 auf 9% erhöht worden war. In der Folge konnte der Diskontsatz wieder bis auf 6,5% im Februar gesenkt werden. Am 10. Februar wertete Norwegen seine Währung gegenüber den übrigen Schlangenwährungen um 8% ab.

Am 8. Februar wertete Island seine Währung um 13,1% gegenüber dem Dollar ab, und am 16. Februar folgte Finnland mit einer Abwertung um 8%.

Der Goldpreis stieg von Ende November bis zum 22. Februar von 160 Dollar pro Unze auf 181 Dollar, d.h. um 13,1%. Wegen der Dollarschwäche sank der Goldpreis in Schweizerfranken dagegen um 4,1%. Die Goldauktionen des Internationalen Währungsfonds in den vergangenen drei Monaten erfolgten zu Preisen von 160,03, 171,26 und 175,00 Dollar pro Unze.

Die konjunkturelle Entwicklung in der Schweiz

Die Beurteilung der konjunkturellen Lage ist durch Unsicherheit geprägt, die auf die seit November vergangenen Jahres eingetretene, sprunghafte Verteuerung des Schweizerfrankens gegenüber den wichtigsten Währungen zurückzuführen ist. Mit dieser Höherbewertung hat sich die Wettbewerbssituation der schweizerischen Industrie eindeutig verschlechtert.

Die Auswirkungen, sowohl für die Binnen- als auch für die Exportindustrie, lassen sich noch nicht abschätzen. Die Höherbewertung des Frankens dürfte sich bisher kaum wesentlich ausgewirkt haben, obschon aus konsumnahen Wirtschaftsbereichen bereits einzelne Annullierungen von Bestellungen gemeldet wurden. In der Maschinenindustrie ist gemäß Angaben des Vereins Schweizerischer Maschinenindustrieller (VSM) der wertmäßige Auftragseingang im vierten Quartal 1977 noch leicht höher ausgefallen als im Vorquartal. Der Anteil der Bestellungen aus dem Ausland hat sich allerdings von 72% im dritten Quartal auf 69% im letzten Vierteljahr zurückgebildet. Da die Auslieferungen höher waren als der Auftragseingang, hat sich der Auftragsbestand leicht auf 7,2 Monate (3. Quartal: 7,5 Monate) verringert. Nach Ansicht des Verbandes konnte die Maschinenindustrie ihre Position jedoch insgesamt halten. Der VSM schließt aufgrund der währungspolitischen Veränderungen vermehrte Beschäftigungsprobleme in einzelnen Betrieben nicht aus.

Das Wachstum der Importe hat sich im vierten Quartal gegenüber der vorangegangenen Dreimonatsperiode verlangsamt. Die Einfuhren erhöhten sich im Vorjahresvergleich real um 6,5% und nominal um 8,1%. Die Verminderung des Auftriebs ist hauptsächlich auf den relativ schwachen Anstieg der Zufuhren von Rohstoffen- und Halbfabrikaten (real -3,8%) zurückzuführen, während die Einfuhr von Investitionsgütern mit real +18,4% nach wie vor hoch blieb. Im Januar 1978 stiegen die Importe im Vorjahresvergleich um nominal 7,8%. Aus technischen Gründen liegen die realen Werte noch nicht vor. Da die Außenhandelsstatistik auf Jahresbeginn 1978 einige Änderungen erfahren hat, können die Zahlen nicht mehr direkt mit denjenigen der entsprechenden Vorjahresperiode verglichen werden.

Ebenfalls geringer als in der entsprechenden Vorjahresperiode fiel im vierten Quartal das Exportwachstum aus. Die Ausfuhrsteigerung betrug im Vorjahresvergleich real 10,0%. Überdurchschnittlich expandierten die Ausfuhren der Textil- und der Bekleidungsindustrie sowie der Metallindustrie. Im Januar belief sich die Jahreswachstumsrate der Ausfuhren noch auf nominal 5,6%. Mit der gegenüber den Importen stärkeren Ausdehnung der Exporte ergab sich im letzten Vierteljahr 1977 ein Handelsbilanzüberschuß von 282,9 Mio Franken. Im ersten Monat 1978 betrug das Defizit in der Handelsbilanz 210,4 Mio Franken.

Die privaten Haushalte konsumierten im vierten Quartal gegenüber der Vorperiode zurückhaltender. Die Kleinhandelsumsätze erhöhten sich noch um real 2% (3. Quartal: 3,0%). Die Detailhandelszahlen wurden hauptsächlich durch die Umsätze bei dauerhaften Konsumgütern bestimmt.

Im Tourismus hat sich die Wechselkursveränderung noch kaum ausgewirkt. Die Zahl der Hotelübernachtungen ausländischer Gäste stieg im Dezember gegenüber dem Vorjahresmonat um 6,2%, jene der Inländer um 2,1%, so daß sich insgesamt eine Erhöhung um 4,6% ergab.

In der Berichtsperiode trat in der Bauindustrie keine Tendenzwende ein. Aus saisonalen Gründen war eine Abschwächung des Produktionsanstieges festzustellen. Die Zahl der neuerstellten Wohnungen in 92 Städten erhöhte sich immerhin noch um 3,1% gegenüber dem Vorjahresniveau, während die Baubewilligungen um 37,2% unter dem Stand vor Jahresfrist lagen. Die Projektvorlagen für Neu- und Erweiterungsbauten sowie für Umbauten im industriellen Baubereich bewegten sich deutlich über dem Stand vor Jahresfrist.

Gegen Jahresende war die übliche Abschwächung der Nachfrage einzelner Wirtschaftsbereiche nach Arbeitskräften zu registrieren. Die Zahl der Arbeitslosen erhöhte sich von 8542 im Oktober auf 15097 Ende Januar. Damit waren rund 0,5% der Erwerbstätigen arbeitslos. Andererseits stieg die Zahl der offenen Stellen nach einem vorübergehenden leichten Rückgang auf 7209 Ende Januar. Die Verengung des Arbeitsmarktes in einzelnen Branchen führte teilweise wieder zu Abwerbungen von Personal. Auf die Verknappung des Angebots weist auch der Index der beschäftigten Arbeiter in der Industrie hin. Zum ersten Mal seit 1973 erhöhte sich dieser Index in einem vierten Quartal wieder (+0,6%).

Die Preisniveaustabilität blieb auch in den vergangenen Monaten erhalten. Die Teuerung – gemessen am Konsumentenpreisindex – betrug im vierten Quartal gegenüber der Vorjahresperiode 1,3%. Zudem ist eine leichte Abschwächung der jährlichen Wachstumsraten von 1,6% im Oktober auf 1,0% im Januar festzustellen. Die Wechselkurserhöhung wirkte sich hauptsächlich auf die Großhandelspreise aus. Die importierten Waren verbilligten sich zusehends. Im Oktober lag der Preisindex der importierten Waren um 2,5%, im Januar um 6,4% unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Aber auch die Inlandwaren wurden im Vorjahresvergleich etwas billiger. Der Rückgang des Großhandelspreisindex beschleunigte sich von -0,7% im Oktober auf -2,4% im Januar.

Die Entwicklung am Geld- und Kapitalmarkt

In der Berichtsperiode (Dezember bis Februar) befand sich der Geld- und Kapitalmarkt in überaus liquider Verfassung, die sich in einer weiteren Reduktion des Zinsniveaus niederschlug. Der Außenwert des Schweizerfrankens erfuhr nochmals eine deutliche Höherbewertung, die auch durch die zeitweise massiven Devisenmarktinterventionen der Nationalbank nicht aufgehalten werden konnte.

Die Entwicklung der Geldmenge M_1 (Bargeldumlauf und inländische Sichteinlagen des Nichtbankensektors) verlief im vierten Quartal 1977 zielgerecht. Die jährliche Zuwachsrate der Geldmenge im engeren Sinne (M_1) erhöhte sich zwar im Oktober auf 6,0%, fiel jedoch bis zum Jahresende wieder auf 4,1% zurück, so daß der Zuwachs im Quartalsdurchschnitt 5,2% betrug. Im Jahresdurchschnitt 1977 betrug die Ausdehnung von M_1 5,4%, was gegenüber dem Geldmengenziel der Notenbank von 5%

eine Abweichung von 0,4 Prozentpunkten bedeutete. Der Bargeldumlauf stieg im Jahresdurchschnitt 1977 um 4,9% und die Sichteinlagen um 5,7%.

Der Geldmarkt befand sich in der Berichtsperiode in sehr liquider Verfassung. Die Rückzahlung der November-Ultimofinanzierungshilfen im Betrage von insgesamt 2,2 Mrd Franken bereitete den Banken wenig Mühe, da sich in der ersten Dezemberwoche der Devisenbestand der Nationalbank infolge umfangreicher Interventionskäufe am Devisenmarkt per Saldo um 1,3 Mrd Franken erhöhte und sich überdies das Guthaben der Bundesverwaltung bei der Nationalbank zurückbildete. Mitte Dezember belief sich der Stand der Giroguthaben von Banken, Handel und Industrie auf 8 Mrd Franken. Der Notenumlauf weitete sich im Zusammenhang mit dem Weihnachtsgeschäft stark aus und erreichte am 23. Dezember mit 21,1 Mrd Franken seinen Jahreshöchststand. Da vor Weihnachten weitere Abschöpfungsswaps, welche die Nationalbank im September und Oktober mit den Banken abgeschlossen hatte, zur Fälligkeit gelangten und außerdem die Devisenmarktinterventionskäufe die Dollarabgaben für bewilligungspflichtige Kapitalexportgeschäfte überstiegen, nahmen die Giroguthaben der Wirtschaft bei der Nationalbank trotz des Anstiegs des Notenumlaufs weiter zu.

Für die Jahresendtransaktionen sicherte die Nationalbank den Banken Ultimoswaps in unbegrenztem Ausmaß zu und offerierte ihnen angesichts des anhaltenden Kurszerfalls der amerikanischen Währung Dreimonats-Swaps zu Vorzugsbedingungen. Das Swap-Angebot der Nationalbank hatte aufgrund der günstigen Konditionen ein rasches Absinken der Eurofrankensätze zur Folge, was die Großbanken veranlaßte, mit Wirkung ab 21. Dezember die Kundenfestgeldsätze zu reduzieren, nachdem sie am 5. Dezember um $\frac{1}{4}\%$ (6–11 Monate) bzw. $\frac{1}{2}\%$ (3–5 Monate) erhöht worden waren. Die 3–5monatigen Depots wurden nunmehr zu $1\frac{1}{2}\%$ ($-\frac{3}{4}\%$), Gelder von 6–11 Monaten zu $1\frac{3}{4}\%$ ($-\frac{1}{2}\%$) und Jahresgeld zu 2% ($-\frac{1}{2}\%$) verzinst.

Am Jahresende betrug der Stand der Giroguthaben von Banken, Handel und Industrie einschließlich Überbrückungshilfen von 4,7 Mrd 13,6 Mrd Franken. Von den Ultimofinanzierungshilfen entfielen 2,22 Mrd Franken auf Ultimoswaps, 1,33 Mrd auf Diskont- und Lombardkredite sowie 1,12 Mrd auf die Pensionierung von Sterilisierungsreskriptionen. Außerdem waren am Jahresende dreimonatige Dollar-/Franken-Swaps im Gegenwert von 289 Mio Franken ausstehend.

Die Abwicklung der Jahresendtransaktionen und die anfangs Januar erfolgte Rückzahlung der Ultimofinanzierungshilfen gestalteten sich reibungslos. Mit Wirkung ab 4. Januar 1978 senkten die Großbanken erneut ihre Festgeldsätze. Die Vergütungen für Kundendepots mit 3–5monatiger Laufzeit wurden um $\frac{1}{2}\%$ auf 1% reduziert, jene für 6–11 monatige Depots auf $1\frac{1}{4}\%$ ($-\frac{1}{2}\%$) und für Jahresgeld auf $1\frac{3}{4}\%$ ($-\frac{1}{4}\%$). In der zweiten Januarwoche erhöhten sich die Giroguthaben der Wirtschaft im Zusammenhang mit dem Rückgang des Notenumlaufs

und der übrigen Girogelder auf den hohen Stand von 12 Mrd Franken. Die äußerst liquide Verfassung des Geldmarktes zeigte sich auch darin, daß die Banken Ende Januar keine Überbrückungshilfen beanspruchten.

Um die seit längerer Zeit überhöhte Geldmarktliquidität wieder etwas abzubauen, bot die Nationalbank den Banken anfangs Februar Sterilisierungsreskriptionen zur Zeichnung an. Die Banken übernahmen solche Papiere im Betrage von insgesamt 1561 Mio Franken. In der Folge fielen die Giroguthaben der Wirtschaft auf 9 Mrd Franken zurück, stiegen jedoch im Zuge der wieder verstärkten Devisenmarktinterventionen bis Mitte Februar auf 9,8 Mrd Franken an. Mit Wirkung ab 10. Februar reduzierten die Großbanken ihre Kundenfestgeldsätze um $\frac{1}{4}$ – $\frac{1}{2}$ -Prozentpunkt auf $\frac{1}{2}\%$ (3–5 Monate), 1% (6–11 Monate) und $1\frac{1}{2}\%$ für Jahresgeld.

Die Entwicklung an den Devisenmärkten war in der Berichtsperiode durch einen anhaltenden Kurszerfall des amerikanischen Dollars gekennzeichnet. Einzig im Januar beruhigte sich die Kursentwicklung vorübergehend, während im Dezember und auch im Februar markante Kursverschiebungen eintraten. Die Nationalbank war während dieser Zeit stets bemüht, die Frankenkursentwicklung mittels Devisenmarktinterventionen und Tiefhalten der Zinssätze zu beruhigen. Trotz dieser mit ausländischen Währungsbehörden koordinierten Anstrengungen gelang es nicht, das Abgleiten des US-Dollars aufzuhalten. Anfangs Dezember notierte der Dollar gegenüber dem Schweizerfranken mit 2,15, fiel bis anfangs Januar auf 1,91 zurück, erhöhte sich jedoch bis Ende Januar wieder auf 1,98. Im Februar fiel er auf den neuen Tiefstand von 1,825. Der Kurs der D-Mark sank von 97 anfangs Dezember auf 89,40 im Februar. Auch der japanische Yen und der holländische Gulden erfuhren in der Berichtszeit eine Tieferbewertung gegenüber dem Schweizerfranken. Der mit den Exporten nach den 15 wichtigsten Handelspartnern der Schweiz gewogene Kurs des Schweizerfrankens erhöhte sich von Ende November bis zum 22. Februar um 12,9% und lag um 29,8% über dem entsprechenden Vorjahreswert.

Angesichts der nachhaltigen Höherbewertung des Frankenkurses prüften die Nationalbank und die Bankiervereinigung, wie sie die damit verbundenen Schwierigkeiten für die Exportwirtschaft lindern könnten. Sie beschlossen, die Vereinbarung über die Milderung von Liquiditätsschwierigkeiten in der Exportwirtschaft, deren Vorteile bis anhin vorwiegend Unternehmungen der Uhren-, Textil- und Schuhbranche zugute kamen, ab Mitte Februar auch auf Unternehmen aus andern Exportbranchen anzuwenden, sofern sie die Voraussetzungen dazu erfüllen.

Zweck der Vereinbarung ist die Erleichterung von konjunktur- oder währungsbedingten Liquiditätsschwierigkeiten. Unternehmungen der Exportwirtschaft, die mit solchen Schwierigkeiten zu kämpfen haben, können Wechselkredite bis zu sechs Monaten zu Vorzugsbedingungen gewährt werden. Zugleich wurde die Geltungsdauer der Vereinbarung um sechs Monate bis zum 31. Oktober 1978 verlängert.

Der Kapitalmarkt war von anfangs Dezember bis gegen Ende Februar in überaus flüssiger Verfassung, die sich in einem deutlichen Rückgang des Renditenniveaus widerspiegelte. Die durchschnittliche Rendite eidgenössischer Obligationenanleihen fiel in der Berichtsperiode von 3,86 auf 3,47% zurück, und die Couponsätze der erstklassigen inländischen Anleihen wurden von 4% (Ende November) auf 3¼% gesenkt. Die Großbanken reduzierten angesichts der rückläufigen Zinsentwicklung auf dem Emissionsmarkt am 27. Dezember 1977, 23. Januar und 15. Februar 1978 ihre Ausgabebedingungen für Kassenobligationen um je ¼-Prozentpunkt auf nunmehr 2¼% (3-4 Jahre), 3% (5-6 Jahre) und 3¼% (7-8 Jahre). In der ersten Februarhälfte kündigten die Großbanken sowie verschiedene Kantonal- und Regionalbanken sodann auch Zinssatzreduktionen von ¼-½% für Hypothekendarlehen und Spareinlagen an. Die Zinssätze für erste Neuhypotheken wurden zumeist mit sofortiger Wirkung auf 4¼-4¾% gesenkt, während die reduzierten Sätze bei den Spareinlagen ab 1. März und jene für Althypotheken ab 1. Juli zur Anwendung gelangen.

Die für die Emissionskontrolle zuständige Kommission genehmigte wiederum sämtliche angemeldeten Anleihen. Das Programm für das erste Quartal 1978 enthält 49 Anleihen im Gesamtbetrag von 2652 Mio Franken. Davon entfallen 1330 Mio auf Konversionen, so daß das Neugeldvolumen 1322 Mio (1. Quartal 1977: 1798 Mio) Franken beträgt.

Der Plafond für Auslandsanleihen wurde für die Periode Januar/Februar 1978 auf insgesamt 580 Mio Franken festgelegt.

Der Wertschriftenbestand der Nationalbank verminderte sich von Ende November bis Mitte Februar infolge zeitweiser Titelabgaben am Markt per Saldo um 222,8 Mio Franken.

Das inländische Kreditvolumen der 71 monatlich meldenden Banken wies am Ende des vierten Quartals 1977 einen Stand von 136,5 Mrd Franken auf. Gegenüber dem Vorjahresquartal ergab sich eine Zunahme von 9,7 Mrd Franken, gegenüber dem Vorquartal eine solche von 3,7 Mrd Franken. Der sich bereits Mitte Jahr abzeichnende Rückgang der Jahreszuwachsrate setzte sich von 9,6% im September 1977 auf 9,1% Ende Jahr fort. Die bei allen Kreditarten aufgetretene Abnahme war bei den Wechseln und Geldmarktpapieren (von 11,2% auf 6,5%) am stärksten. Die Jahreszuwachsrate der Kredite an die

öffentlich-rechtlichen Körperschaften lag 1977 meist unter dem Vorjahreswert.

Die jahresdurchschnittliche Wachstumsrate der inländischen Kredite stieg von 6,2% (1976) auf 9,2% im Jahre 1977. Die auffallendste Steigerung verzeichneten die Großbanken von 7,9% im Vorjahr auf 16,7%, während die Zunahme bei den Kantonalbanken von 5,7% auf 6,6% bescheiden ausfiel. Die Regionalbanken und Sparkassen vermochten zwar ihre Wachstumsrate im vierten Quartal zu steigern, wiesen aber trotzdem im Jahresdurchschnitt einen Rückgang von 3,8% auf 3,4% auf.

Die Kreditzusagen der 163 meldenden Banken beliefen sich im vierten Quartal 1977 auf 7,1 Mrd Franken im Vergleich zu 6,8 Mrd Franken im vierten Quartal 1976 und 6,2 Mrd Franken im Vorquartal. Im Vorjahresquartalsvergleich nahmen die netto neu zugesagten Kredite an inländische Schuldner um 3% auf 5,4 Mrd Franken ab, während bei den Kreditzusagen an Adressaten im Ausland eine bemerkenswerte Zunahme von 41,1% auf 1,7 Mrd Franken zu verzeichnen war. Im ganzen Jahr 1977 nahmen die zugesagten Kredite der 163 Banken an Inländer und Ausländer um 709 Mio Franken auf 25 Mrd Franken ab.

Die Neubewilligten Baukredite der 59 Banken erreichten 1977 einen Gesamtbetrag von 6,2 Mrd Franken im Vergleich zu 6 Mrd Franken im Vorjahr. Eine Erhöhung der zugesagten Baukredite gegenüber dem Vorjahr war nur für Einfamilienhäuser und Villen festzustellen, während für großgewerbliche und industrielle Bauten die Neubewilligten Baukredite wie schon 1976 zurückgingen.

Der Zufluß an mittelfristigen Kundengeldern zu den 71 Banken betrug im ganzen Jahr 1977 9,6 Mrd Franken gegenüber 11,8 Mrd Franken im Vorjahr. Im Jahresdurchschnitt lag das Wachstum aller mittelfristigen Kundengelder bei 9,9%. Überdurchschnittlich wuchsen die Spareinlagen (11,7%) und Depositen- und Einlagehefte (11,6%), unterdurchschnittlich die Kassenobligationen mit 5,8%.

Im vierten Quartal 1977 nahmen die mittelfristigen Kundengelder um 5,2 Mrd Franken (Vorquartal 1,2 Mrd) zu. Einen fast gleich großen absoluten Beitrag zu diesem Quartalszuwachs leisteten die Spareinlagen (2,4 Mrd) und die Kassenobligationen (2,2 Mrd), während die Depositen- und Einlagehefte mit 0,6 Mrd Franken am Wachstum beteiligt waren.