

Bericht

über die Wirtschafts- und Währungslage
für die Sitzung des Bankrates vom 9. Juni 1978

(abgeschlossen am 19. Mai 1978)

Weltwirtschaftliche Entwicklungstendenzen

Im ersten Quartal 1978 verlief die konjunkturelle Entwicklung in den wichtigsten Industrieländern recht unterschiedlich. Im Vergleich zum Vorquartal wiesen die Vereinigten Staaten kein Realwachstum aus, was jedoch in erster Linie auf Sonderfaktoren wie den außerordentlich strengen Winter und den ausgedehnten Streik im Kohlebergbau zurückzuführen war. In Japan setzte sich hingegen die wirtschaftliche Erholung, wenn auch immer noch in relativ langsamem Tempo, fort. In den vier größten westeuropäischen Industrieländern zeichnete sich kein klarer Trend ab. Die Anzeichen einer Belebung, die in der Bundesrepublik Deutschland gegen Ende des Jahres 1977 sichtbar waren, haben sich teilweise wieder verflüchtigt. In Großbritannien standen positiven Elementen wie der Verlangsamung des Preisauftriebs und der Belebung des privaten Konsums negative Entwicklungen wie das zu rasche Geldmengenwachstum und die bereits wieder eingetretene Verschlechterung der Ertragsbilanz gegenüber. In Frankreich, wo die politische Unsicherheit nach den Parlamentswahlen nun beseitigt ist, verbesserte sich die Konjunkturlage etwas. Dies gilt auch für Italien, das den Tiefpunkt in der konjunkturellen Entwicklung offenbar überschritten hat.

Insgesamt gesehen ergaben sich im ersten Quartal 1978 kaum Fortschritte auf dem Weg zu einem stetigen und ausgeglichenen Wirtschaftswachstum. Im übrigen wurden die konjunkturellen Aussichten durch verschiedene Faktoren beeinträchtigt, hauptsächlich jedoch durch die Entwicklung auf den Devisenmärkten. Die Abschwächung des amerikanischen Dollars, deren Auswirkungen auf die Weltwirtschaft sich erst abzeichnen, dämpft in verschiedener Hinsicht die Konjunktur: Weltweit schafft sie ein Klima der Unsicherheit, das die Wirtschaftsentwicklung im allgemeinen und den Welthandel im besonderen bremst; auf nationaler Ebene reduziert sie die Exportmöglichkeiten der Länder mit starken Währungen, was sich auch negativ auf die Investitionstätigkeit auswirkt.

In einzelnen Ländern haben auch interne Faktoren zu einer Verschlechterung der Konjunkturaussichten beigetragen. So wurden in der Bundesrepublik Deutschland die in verschiedenen Wirtschaftszweigen zwischen den Sozialpartnern vereinbarten Lohnerhöhungen als nicht vereinbar mit einer Belebung der Wirtschaftstätigkeit und insbesondere der Investitionen angesehen. In den Vereinigten Staaten bewirkten die zunehmenden inflationären Spannungen und die allmählich erkannten Folgen der Dollarabschwächung eine Neuüberprüfung des bisher ausgesprochen expansiven wirtschaftspolitischen Kurses.

Es erstaunt nicht, wenn unter diesen Umständen auf internationaler Ebene neue Initiativen ergriffen werden, um eine Belebung der Weltwirtschaft herbeizuführen. Die sogenannte «Lokomotivtheorie», wonach der Aufschwung von einigen wenigen, großen Industrieländern hätte produziert werden sollen, ist aufgegeben worden. Am Beispiel der Vereinigten Staaten zeigte sich, daß ein interner Aufschwung sich wegen der damit verbundenen Wechselkursabschwächung auf andere Länder dämpfend auswirken kann. Die neue Strategie, unter dem Namen «Konvoi-Theorie», scheint wirklichkeitsnaher. Sie basiert auf der Idee, daß eine größere Anzahl von Ländern zu einem Aufschwung der Weltwirtschaft beitragen sollten, wobei jedoch auf die internen und externen Beschränkungen der einzelnen Länder Rücksicht genommen werden sollte. Eine koordinierte, internationale Aktion zur Beschleunigung der Wirtschaftsentwicklung hätte den Vorteil, daß sie einen Multiplikatoreffekt hervorbringen würde, von dem die ganze Weltwirtschaft profitieren könnte.

Wenn auch diese neue Wachstumsstrategie einen Fortschritt gegenüber der vorhergehenden bedeutet, so weist sie doch auch erhebliche Schwächen auf. Zunächst wird weitgehend vernachlässigt, daß die tieferen Ursachen der gegenwärtigen, zögernden Wirtschaftsentwicklung nicht in erster Linie in einer ungenügenden Gesamtnachfrage liegen und mit Stimulierungsmaßnahmen monetärer oder fiskalpolitischer Art beseitigt werden können.

Ein zweites Problem ist die Inflation: Der Spielraum für Stimulierungsmaßnahmen, der sich aus der Verlangsamung des Preisauftriebs seit Mitte 1977 ergibt, wird vielfach überschätzt. Einerseits ist die Inflationsrate in vielen Ländern immer noch auf einem auf längere Frist nicht tragbaren Niveau, und erhebliche Anstrengungen sind notwendig, um sie weiter zu reduzieren. Andererseits zeigt die Erfahrung, daß das Inflationsproblem selbst in den Ländern mit den größten Erfolgen keineswegs endgültig gelöst ist und deshalb weiterhin großer Aufmerksamkeit bedarf. Die jüngste Entwicklung in den Vereinigten Staaten zeigt dies eindrucklich.

Diese Einwände bedeuten keineswegs, daß die beabsichtigte neue Strategie zum Scheitern verurteilt ist. Sie wird noch Anlaß zu vertieften Studien im Rahmen der OECD und der Europäischen Gemeinschaften sein, bevor sie Mitte Juli an der Gipfelkonferenz der wichtigsten Industrieländer diskutiert wird. Es gilt, die Möglichkeiten und Erfolgchancen einer derartigen koordinierten Strategie zur Belebung der Wirtschaft nicht zu überschätzen.

Streiflichter der Konjunktur im Ausland

In der *Bundesrepublik Deutschland* schwächte sich das Wachstum im ersten Vierteljahr des laufenden Jahres ab. Die industrielle Produktion blieb im ersten Quartal 1978 gegenüber der Vorperiode praktisch unverändert. Die Auftragseingänge entwickelten sich seit Januar rückläufig und verzeichneten im März eine Abnahme gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat von 1,5%.

Das Außenhandelswachstum schwächte sich ebenfalls ab. Im Vergleich zum ersten Quartal 1977 stiegen die Exporte im ersten Quartal 1978 nur um 1%, während die Zunahme im vierten Quartal 1977 6,1% betragen hatte. Die Importe erhöhten sich in den ersten drei Monaten 1978 um 1,6% gegenüber 3,5% im Vorquartal. Der Überschuß der Handelsbilanz reduzierte sich gegenüber dem letzten Quartal 1977 um 3,4 Mrd DM auf 8,7 Mrd. Auch die Ertragsbilanz wies im ersten Quartal 1978 mit 3,1 Mrd DM einen geringeren Überschuß auf als im Vorquartal (8,4 Mrd DM). Er war jedoch noch höher als in der entsprechenden Vorjahresperiode (2,4 Mrd DM).

Die Zahl der Arbeitslosen ging im März gegenüber dem Vormonat leicht zurück, lag aber um 1,4% über dem Vorjahresstand. Die Arbeitslosenquote betrug im März 4,9% gegenüber 5,4% im Februar.

Die sich seit Ende 1977 abzeichnende Abschwächung der Inflationsrate hielt auch anfangs 1978 an. Der Anstieg der Lebenshaltungskosten im Vergleich zum Vorjahreswert betrug im April noch 2,9%.

In *Frankreich* stieg die Industrieproduktion anfangs 1978 nach einer Abschwächung im letzten Quartal 1977 wieder leicht an. Die neuesten Umfragen zeigten, daß sich die Tendenz zur Verbesserung der konjunkturellen Lage in den vergangenen Monaten akzentuiert hat.

Die Exporte stiegen im ersten Quartal 1978 um 12,6% gegenüber 13,6% im Vorquartal. Dagegen beschleunigte sich das Importwachstum; die jährliche Zuwachsrate erhöhte sich von 1,8% im vierten Quartal 1977 auf 6,4% im ersten Vierteljahr 1978. Die Handelsbilanz verschlechterte sich unter diesen Umständen, und im abgelaufenen Quartal wurde ein Defizit von 2,4 Mrd FF ausgewiesen, während das Vorquartal noch mit einem Überschuß von rund 1 Mrd abgeschlossen hatte.

Die Situation auf dem Arbeitsmarkt verschlechterte sich weiter. Die Zahl der Stellensuchenden nahm im April saisonbereinigt um 1,5% auf 1,087 Mio zu und lag damit um 4,8% höher als vor Jahresfrist.

In der Preisentwicklung waren seit Anfang des Jahres keine Fortschritte zu verzeichnen. Der Jahreszuwachs der Konsumentenpreise lag im März weiterhin bei 9,2%. Demgegenüber schwächte sich die jährliche Zunahme der Großhandelspreise für Industrieprodukte im März auf 0,9% ab (Februar: 1,6%).

In *Italien* blieb die Industrieproduktion nun bereits während drei Quartalen unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Im ersten Quartal 1978 betrug der Rückgang 5% und im März 6,9%.

Die Entwicklung des Außenhandels hat sich verlangsamt. Im vierten Quartal 1977 hatte die Erhöhung der Exporte im Vorjahresvergleich noch 19% betragen; sie reduzierte sich im ersten Quartal 1978 auf 7,3%. Die Importe nahmen in den ersten drei Monaten des laufenden Jahres gegenüber dem Vorjahr um 3,4% ab, während im Vorquartal eine Zunahme von 3% verzeichnet worden war. Das Handelsbilanzdefizit stieg im ersten Quartal an, lag jedoch unter dem Vorjahresniveau. Die Zahlungsbilanz wies im ersten Quartal 1978 einen Überschuß von 800 Mrd Lire aus, während die entsprechende Vorjahresperiode noch mit einem Defizit von 1500 Mrd abgeschlossen hatte.

Der Anstieg der Preise und Löhne verlangsamte sich in der Berichtsperiode im Vergleich mit den vorangehenden Monaten etwas. Die jährliche Zuwachsrate der Mindesttariflöhne in der Industrie betrug im März 17,3% gegenüber rund 23% in der Zeit von August 1977 bis Januar 1978. Der Index der Lebenshaltungskosten erhöhte sich im März 1978 gegenüber dem Vorjahresmonat um 12,5% (Inflationsrate im März 1977: 22,2%). Die jährliche Zuwachsrate der Großhandelspreise reduzierte sich gegenüber derjenigen vom März 1977 von 24,7% auf 7,8%.

In *Großbritannien* nahm die industrielle Produktion nur geringfügig zu, während sich der private Konsum deutlich belebte. Das Detailhandelsvolumen stieg im 1. Quartal um 1,6% gegenüber dem Vorquartal und um 2,4% gegenüber dem Vorjahr. Dies beruhte einerseits auf der Entwicklung der Einkommen, deren Zuwachsrate seit dem vergangenen Herbst stetig angestiegen ist. Andererseits reduzierte sich die Steigerung der Konsumentenpreise von 9,9% im Januar auf 7,9% im April.

Die Beschäftigungslage zeigt weiterhin eine leichte Verbesserung. Die Zahl der Arbeitslosen nahm von 1,43 Millionen in den letzten Monaten des Jahres 1977 auf 1,39 Millionen Mitte April ab. Letzteres entsprach einer Arbeitslosenquote von 5,8%.

Die unterschiedliche Entwicklung von Produktion und privatem Konsum schlug sich bereits in der Außenhandelsentwicklung nieder. Nachdem die Handelsbilanz in der zweiten Hälfte des Jahres 1977 einen geringfügigen Überschuß aufgewiesen hatte, verzeichnete sie in den ersten vier Monaten 1978 bereits wieder ein Defizit von 288 Mio £. In der gleichen Vorjahresperiode hatte das Defizit allerdings noch 1093 Mio £ betragen.

Das reale Bruttosozialprodukt der *Vereinigten Staaten* verzeichnete im ersten Quartal 1978 eine Abnahme um 0,4% (umgerechnet auf Jahresbasis). Der Rückgang der Wirtschaftsaktivität konzentrierte sich auf die ersten beiden Monate und war weitgehend auf die extremen Wetterbedingungen und auf den Streik im Kohlebergbau zurückzuführen. Seither setzte sich wieder eine deutliche

Erholung durch, und im April lag die Industrieproduktion bereits um 2% höher als im vergangenen Dezember. Die Detailhandelsumsätze lagen im April um 9,3% höher als vor Jahresfrist.

Die Arbeitslosenquote sank im April auf 6,0%, den tiefsten Stand seit Oktober 1974. Die Zahl der Beschäftigten steigt weiterhin deutlich an und lag im April um 3,5 Millionen höher als im Vorjahr.

Die Handelsbilanz wies im ersten Quartal 1978 ein Rekorddefizit von 9,7 Mrd Dollar auf. Die Exporte stiegen gegenüber der gleichen Vorjahresperiode um 4%, die Importe dagegen um 9,5%.

Der Inflationsrhythmus beschleunigte sich in den vergangenen Monaten deutlich. Während sich der Anstieg der Konsumentenpreise im Vorjahresvergleich weiterhin in der Größenordnung von 6,5% bewegte, beschleunigte sich der Anstieg bei den Großhandelspreisen von 5,9% im Dezember 1977 auf 7,0% im April. Der Preisdeflator des Bruttosozialprodukts stieg ebenfalls von 5,9% im vierten Quartal 1977 auf 7,1% im ersten Quartal 1978.

Der langsame Aufschwung in *Japan* setzte sich in der Berichtsperiode fort. In der Anpassung der Lagerbestände konnten Fortschritte erzielt werden, und der Anstieg der Industrieproduktion hielt an. Er betrug 3,8% im ersten Quartal gegenüber 2,1% im letzten Quartal 1977. Dank der staatlichen Programme zur Stimulierung der Konjunktur nahm die Investitionstätigkeit, insbesondere im Bausektor, zu. Dagegen blieb der private Konsum schwach. Die Zahl der Arbeitslosen erhöhte sich von 1,05 Millionen im vierten Quartal 1977 auf 1,34 Millionen im ersten Quartal 1978.

Die starke Zunahme der Exporte hielt auch in den ersten vier Monaten 1978 an. Sie stiegen im Vorjahresvergleich um 20,1% gegenüber 18,6% im vierten Quartal 1977. Bei den Importen ergab sich ebenfalls eine Beschleunigung der Zunahme von 4,3 auf 6,7%. Der Handelsbilanzüberschuß lag mit 8,07 Mrd Dollar in den ersten vier Monaten deutlich über dem Vorjahresniveau (4,5 Mrd). Im April zeichnete sich jedoch eine leichte Verflachung im Exportwachstum ab.

Das internationale Währungsgeschehen

Das Interims-Komitee des Internationalen Währungsfonds widmete sich an seiner Sitzung vom 29./30. April in Mexiko vor allem der Weltwirtschaftslage und diskutierte Möglichkeiten einer mittelfristigen Wachstumsstrategie im Rahmen einer konzentrierten internationalen Aktion. Auf währungspolitischem Gebiet konnte in der Frage der siebten Quotenrevision des IWF wiederum keine Einigung über Ausmaß und Modalitäten erzielt werden. Dagegen zeichnete sich bei verschiedenen, teilweise miteinander verbundenen Fragen in bezug auf die Sonderziehungsrechte eine Einigung ab. So gaben die Vereinigten Staaten und die Bundesrepublik Deutschland ihren bisherigen Widerstand gegen eine neue Zuteilung

weitgehend auf, obwohl von einem Mangel an internationaler Liquidität – gemäß Statuten des IWF eine Voraussetzung für die Schaffung neuer SZR – nicht ernsthaft die Rede sein kann. Ein entsprechender Bericht und Vorschlag dürften der Jahresversammlung im September unterbreitet werden. Weitgehende Zustimmung fand auch der Vorschlag, den Zinssatz auf SZR von bisher 60 auf 80% des gewichteten Durchschnitts von kurzfristigen Marktzinssätzen in den fünf wichtigsten Mitgliedsländern zu erhöhen. Noch offen ist die Frage, ob auch die Verzinsung auf den Gläubigerpositionen beim IWF angehoben werden soll, was eine Verteuerung der Kreditaufnahme beim IWF zur Folge hätte.

Auf den Devisenmärkten hat sich die Situation in der Berichtsperiode weitgehend beruhigt. In erster Linie trat ein Stimmungsumschwung in bezug auf den amerikanischen Dollar ein. Während zu Beginn des Jahres jede negative Nachricht zu einer weiteren Abschwächung des Dollarkurses führte und positive Ereignisse vom Markt kaum zur Kenntnis genommen wurden, kehrte das Vertrauen in den Dollar im März und April allmählich zurück.

Einerseits dürfte sich die Erkenntnis durchgesetzt haben, daß die Dollarschwäche im eingetretenen Ausmaß durch die wirtschaftliche Entwicklung nicht gerechtfertigt war. Zudem wurden die Bemühungen zu einer verstärkten internationalen Zusammenarbeit auf Währungsgebiet unter aktiver Mitwirkung der Vereinigten Staaten fortgesetzt. So wurde die gegenseitige Swaplimite zwischen dem Federal Reserve und der Deutschen Bundesbank im März von 2 auf 4 Mrd Dollar verdoppelt. Zudem willigte das amerikanische Schatzamt ein, der Bundesbank aus eigenen Beständen 600 Mio SZR zu verkaufen, um sich dadurch D-Mark zu beschaffen. Die amerikanischen Währungsbehörden intervenierten auch mit erheblichen Beträgen am Devisenmarkt und beanspruchten zu diesem Zweck die Swapkredite der Deutschen Bundesbank.

Zur Hauptsache dürfte die Rückkehr des Vertrauens in den Dollar jedoch darauf zurückzuführen sein, daß sich in den Vereinigten Staaten eine Verschiebung in den wirtschaftspolitischen Prioritäten abzeichnete und der Inflationsbekämpfung größere Beachtung geschenkt werden soll als bisher. Auch wurden die inflationären Auswirkungen der Dollarschwäche für das eigene Land erkannt. Die Kursänderung in der Wirtschaftspolitik äußerte sich bereits in konkreten Maßnahmen. So schlugen die amerikanischen Geldbehörden einen restriktiveren Kurs ein, der über die Steigerung der Zinssätze direkt zur Stützung des Dollarkurses beitrug. Zudem wurde die bisher ausgesprochen expansiv ausgerichtete Budgetpolitik etwas modifiziert, indem die geplanten Steuerreduktionen nun geringer ausfallen sollen.

Seit den Tiefstkursen Anfang März konnte sich der amerikanische Dollar gegenüber den wichtigsten Währungen erholen. Bis zum 18. Mai stieg er gegenüber dem Franken um 10,9% und gegenüber der D-Mark um 6,2%.

In der Bundesrepublik Deutschland erreichte der amerikanische Dollar Anfang März einen Tiefstkurs von 1,99 D-Mark. Seither konnte die Bundesbank ihre Interventionen am Devisenmarkt erheblich reduzieren und per Saldo sogar wieder Devisen abgeben. Der Außenwert der D-Mark ging im Verhältnis zu den Währungen der 22 wichtigsten Handelspartner von Anfang März bis zum 12. Mai um 1,2% zurück. Per 1. Juni wurden die Mindestreservesätze gesenkt, um den aus den Devisenabgaben resultierenden Liquiditätsabbau zu kompensieren und einen aus konjunkturpolitischen Gründen unerwünschten Zinsanstieg zu verhindern.

Die britische Währung schwächte sich in den vergangenen Monaten wieder ab, da die Ertragsbilanzentwicklung im ersten Quartal 1978 schlechter ausfiel als erwartet und zugleich das Geldmengenwachstum deutlich über dem festgelegten Zielbereich lag. Die Bank von England setzte deshalb ihre Minimum Lending Rate von Mitte April bis Mitte Mai in drei Schritten von 6½ auf 9% herauf. Infolge von Stützungsoperationen auf dem Devisenmarkt und teilweise auch wegen der vorzeitigen Rückzahlung von Auslandskrediten nahmen die britischen Währungsreserven im April um 3,2 Mrd Dollar ab. Dennoch sank der Pfundkurs gegenüber dem Dollar von Anfang März bis zum 18. Mai um 6,8%.

Die französische Währung konnte sich aufgrund der Ergebnisse bei den Parlamentswahlen im März wieder erholen. Gegenüber der D-Mark stieg der Franc von Anfang März bis zum 18. Mai um 7,0% und gegenüber dem Dollar um 0,7%.

Die italienische Lira schwächte sich in der Berichtsperiode gegenüber dem Dollar leicht ab, konnte sich aber gegenüber der D-Mark um 3,5% verbessern.

Der japanische Yen setzte seinen Anstieg gegenüber dem Dollar zunächst fort und erreichte Anfang April einen Höchstkurs von 218 Yen pro Dollar. Anschließend stabilisierte er sich in der Gegend von 225 Yen pro Dollar. Die Bank von Japan intervenierte zeitweise in beträchtlichem Umfang, um den Kursanstieg zu bremsen. Die offiziellen Währungsreserven stiegen von Ende Januar bis März um 5,8 Mrd auf den neuen Höchststand von 29,2 Mrd Dollar. Zudem wurden Mitte März der Diskontsatz von 4¼ auf 3¼% gesenkt, die Mindestreserven auf dem Zuwachs ausländischer Yen-Guthaben erhöht und die Möglichkeiten der Ausländer zum Erwerb japanischer Obligationen weiter eingeschränkt.

Am Gipfeltreffen der Europäischen Gemeinschaft im April wurde ein neuer Vorstoß zu einer engeren europäischen Währungszusammenarbeit unternommen, dessen praktische Konsequenzen sich allerdings zurzeit noch nicht absehen lassen. Die europäische Währungsschlange soll offenbar in ihrer bisherigen Form bestehen bleiben, während nach Möglichkeiten gesucht wird, die Schwankungen zwischen den Währungen der übrigen EG-Länder zu verringern und eine lose Form der Verknüpfung mit der Schlange herzustellen.

Der Goldpreis stieg Anfang März bis auf 188.50 Dollar pro Unze an. In der Folge schwächte er sich parallel zur Stabilisierung des Dollars auf den Devisenmärkten wieder bis auf 168 Dollar ab. Die Ankündigung des amerikanischen Schatzamtes, ab 23. Mai in mindestens sechs monatlichen Auktionen jeweils 300 000 Unzen Gold zu verkaufen, konnte den Goldpreis ebenso wenig negativ beeinflussen wie die Meldung über geplante Goldverkäufe der indischen Regierung. Der Goldpreis stieg im Gegenteil trotz Befestigung des Dollars bis zum 18. Mai wieder bis auf 176.50 Dollar pro Unze an. Die Goldauktionen des IWF in den vergangenen drei Monaten erfolgten zu Preisen von 181.95, 177.92 und 170.40 Dollar pro Unze.

Die konjunkturelle Entwicklung in der Schweiz

In den ersten Monaten des laufenden Jahres hat sich das Wachstumstempo etwas verlangsamt. Die Abschwächung ist dabei von den Exporten ausgegangen. Immerhin hat sich mit der Erholung der handelspolitisch wichtigsten Währungen gegenüber dem Schweizerfranken seit Erlaß des Abwehrrisikofonds Ende Februar die Wettbewerbslage der schweizerischen Industrie bei stabilem Preisniveau im Inland nicht mehr verschlechtert. Der mit den Exporten nach 15 Ländern gewogene Aufwertsatz verringerte sich in der Zeitspanne 1. März/18. Mai um 5,9%, nachdem er von Anfang November bis Ende Februar um 15,7% angestiegen war. Im Gegensatz zur Auslandnachfrage wirkte die Binnennachfrage expansiv. Insbesondere gegenüber der Vorperiode dehnte sich die Nachfrage nach Importgütern leicht aus. Unverändert positiv entwickelte sich die Konsumneigung der privaten Haushalte.

Die jüngsten Umfragen im Rahmen der Konjunktur-Tests durch das Institut für Wirtschaftsforschung wiesen für die Monate Februar und März auf eine verlangsamte Aktivität in der Industrie hin. Der Auftragseingang insgesamt, der Anteil der Auslandsaufträge am Bestelleingang sowie der Auftragsbestand bewegten sich eindeutig unter dem Vorjahresniveau. Die Produktion konnte jedoch noch knapp gehalten werden. In den einzelnen Industriezweigen bestanden zum Teil beträchtliche Unterschiede. Gemäß den Erhebungen des Vereins Schweizerischer Maschinenindustrieller fiel der Auftragseingang im ersten Quartal 1978 um knapp 12% tiefer aus als im Vorquartal. Auch gegenüber der Vorjahresperiode war der Bestelleingang – allerdings weniger ausgeprägt – rückläufig. Der Anteil der Exportaufträge betrug in der Berichtsperiode nur noch 63%, was einen neuen Tiefstand bedeutete. Der durchschnittliche Gesamtbestandsvorrat erreichte Ende März 7,5 Monate gegenüber 7,2 Monaten Ende Dezember 1977. In dieser Zahl waren aber auch etliche Bestellungen enthalten, die noch nicht definitiv erteilt waren, mit deren Ausführung aber im Interesse einer ausgeglichenen Beschäftigung und Auslastung der Produktionsanlagen bereits begonnen wurde.

Bei den Exporten trat im Verlaufe des Frühjahres eine Abschwächung des Auftriebs ein, die teilweise sogar in

einen Rückgang ausmündete. Die Wachstumsrate der realen Ausfuhr sank von 7,6% im Januar auf -0,7% im März. Auch gegenüber dem vierten Quartal 1977 kam der verlangsamte Expansionsrhythmus in den ersten drei Monaten zum Ausdruck. Im Vorquartalsvergleich war insbesondere bei den Textil- und Bekleidungsausfuhren sowie bei den Exporten der Uhren- und Metallindustrie eine Verringerung des volumenmäßigen Wachstums festzustellen. Einzig die Lieferungen der Chemie- und der Maschinenindustrie erfuhren real eine Ausweitung gegenüber dem vierten Quartal. Im April stiegen, teilweise aus saisonalen Gründen (Ostern 1977 im April), die realen Exporte wieder um 12,2% an.

Der Import nahm in den ersten Monaten des laufenden Jahres kräftig zu. Im Durchschnitt der ersten drei Monate stiegen die realen Einfuhren um 11,2% gegenüber 6,5% im vierten Quartal 1977. Diese volumenmäßige Zunahme war die stärkste seit einem Jahr. Der Zuwachs wurde hauptsächlich durch die starke Steigerung der Lieferungen von Investitionsgütern (real +32,5% im Vorjahresvergleich) beeinflusst. Dabei nahmen die Einfuhren nichtelektrischer Maschinen um real rund 50% zu, vor allem wegen einer kräftigen Expansion bei den Lieferungen von Brennstäben für Kernkraftwerke. Unter dem Durchschnitt blieben die Einfuhren von Konsumgütern (real +6,2% im Vergleich zum ersten Quartal 1977) sowie von Rohstoffen und Halbfabrikaten (real +5,7%). Im April verzeichneten die Einfuhren eine reale Zunahme von 19,8%.

Nach dem hohen Aktivsaldo von rund 650 Mio Franken im vierten Quartal 1977 wies die Handelsbilanz im ersten Vierteljahr 1978 wieder ein Defizit von rund 500 Mio Franken auf. Zusammen mit dem Passivsaldo im April von 118,7 Mio Franken erreichte das Defizit der Handelsbilanz in den ersten vier Monaten 613,2 Mio Franken gegenüber 834 Mio in der gleichen Vorjahresperiode.

Im Investitionsbereich veränderte sich die Lage in der Berichtsperiode kaum. Immerhin verzeichnete der vorlaufende Indikator neubewilligter Baukredite bei 59 Banken im ersten Quartal einen Anstieg von 13,9% im Vorjahresvergleich, der hauptsächlich vom Einfamilienhausbau stammte. Im Wohnungsbau nahmen in den letzten Monaten die neubewilligten Kredite leicht zu, ebenso die Baubewilligungen; eine grundlegende Änderung ist aber aufgrund der unveränderten Rahmenbedingungen in diesem Bereich nicht zu erwarten. Angestiegen sind auch die neubewilligten Baukredite im großgewerblichen und industriellen Bau. In den ersten drei Monaten lagen sie um 94% über dem Vorjahresstand.

Ebenfalls zugenommen hat die Zahl der Planvorlagen für industrielle Betriebe, und zwar hauptsächlich die Projekte für Neu- und Erweiterungsbauten. Auf eine differenzierte, leichte Belebung der Bautätigkeit weist der Stand der beanspruchten Baukredite hin. Zum fünften aufeinanderfolgenden Mal waren die Zuwachsraten positiv und erhöhten sich zudem noch von Monat zu Monat. Im März lag der Stand der beanspruchten Baukredite um rund 10% über dem Vorjahresniveau. Wesentlich günstiger als im Bauhauptgewerbe ist die Situation im Bauneben-

gewerbe. Nach den letzten Mitteilungen scheint seine Kapazität voll ausgelastet zu sein.

Die Konsumneigung der privaten Haushalte scheint weiterhin ungebrochen zu sein. Die Detailhandelsumsätze haben in den letzten Monaten im Vorjahresvergleich weiter zugenommen; allerdings waren von Monat zu Monat abnehmende Jahreszuwachsraten zu verzeichnen, die sich jedoch aus dem Vergleich mit ausgesprochen hohen Vorjahreswerten ergaben. Im ersten Quartal lagen die realen Kleinhandelsumsätze um 1,0% über dem Stand vor Jahresfrist (4. Q. 1977: 2,0%).

Auf dem Arbeitsmarkt hat sich die konjunkturelle Abschwächung bei der Zahl der Teilarbeitslosen bereits auszuwirken begonnen. Insbesondere in der Textilindustrie stieg die Zahl der Kurzarbeitenden, wenn auch weniger stark als vielfach befürchtet worden war. Ende März wurden insgesamt 9133 Teilarbeitslose gezählt. Die Zahl der Ganzarbeitslosen ging dagegen von 15 097 im Januar auf 10 117 im April zurück. Gleichzeitig stieg die Anzahl der ausgewiesenen offenen Stellen weiter an und erreichte 8312 im April.

Das Preisniveau war, gemessen an den Konsumentenpreisen, auch in den letzten Monaten praktisch stabil. Der Index der Konsumentenpreise erhöhte sich geringfügig; im Januar betrug die jährliche Zuwachsrate 1,0%, im April 1,4%. Teurer wurden vor allem die Nahrungsmittel.

Der Großhandelspreisindex hat sich im Gefolge der Höherbewertung des Frankens weiter zurückgebildet. Im Januar bewegte sich der Index um 2,4%, im April um 3,7% unter dem Vorjahresniveau. Der Index für Importwaren lag im Januar um 6,4%, im April um 9,3% tiefer als vor Jahresfrist. Die Inlandwaren wurden in der entsprechenden Periode nur geringfügig billiger.

Die Entwicklung am Geld- und Kapitalmarkt

Die Entwicklung der Geldmenge im engeren Sinn M_1 (Bargeldumlauf und inländische Sichteinlagen des Nichtbankensektors) erfuhr im ersten Quartal 1978 erwartungsgemäß eine Beschleunigung. Angesichts der starken Aufwertung des Frankenkurses gegen Ende des vergangenen Jahres und zu Beginn des laufenden Jahres hatte die Nationalbank ihre Interventionskäufe am Devisenmarkt verstärkt und die damit verbundene Notenbankgeldschöpfung in Kauf genommen. Die bereinigte monetäre Basis stieg deshalb stark an und übte einen Druck auf die Zinssätze aus, der seinerseits die Wechselkursentwicklung im gewünschten Sinne beeinflusste. Im Zuge dieser Politik konnte ein Anstieg der Geldmenge im engeren Sinne nicht ausbleiben, da sich zudem in einer Phase sinkender Zinssätze erfahrungsgemäß Umschichtungen von Zeit- auf Sichteinlagen ergeben. Die Geldmenge M_1 bewegte sich im Durchschnitt des ersten Quartals 1978 um 11,4% über dem Vorjahreswert. Die jährliche Zuwachsrate stieg von 7,3% im Januar auf 16,7% im März. Während sich der Bargeldumlauf im Quartalsdurchschnitt um 4,1% erhöhte, betrug das Wachstum

der Sichteinlagen im Vergleich zum ersten Quartal des Vorjahres 15,3%.

Die seit Anfang April eingetretene Beruhigung am Devisenmarkt erlaubte es, mit dem schrittweisen Abbau der überaus hohen Liquidität am Geldmarkt zu beginnen, so daß in den kommenden Monaten wieder mit einer Verlangsamung des Geldmengenwachstums zu rechnen ist.

In der ersten Märzhälfte erhöhten sich die Giro Guthaben der Wirtschaft bei der Nationalbank hauptsächlich infolge der Rückbildung des Notenumlaufs und der übrigen Girogelder um 1,2 Mrd auf 10,2 Mrd Franken. Trotz der hohen Geldmarktl liquidität stiegen die Eurofrankensätze leicht an. Zur Beruhigung der Zinsentwicklung schloß die Nationalbank daher mit den Banken einmonatige Dollar-/Frankenswaps im Gegenwert von 96 Mio Franken ab. In der zweiten Märzhälfte wurden dem Bankensystem sodann wieder Marktmittel entzogen, indem sich einerseits der Notenumlauf im Zusammenhang mit den Osterfeiertagen stark ausweitete und andererseits dreimonatige Dollar-/Frankenswaps in Höhe von 293 Mio Franken zur Fälligkeit gelangten. Zudem stiegen die übrigen Girogelder stark an, und der Devisenbestand der Nationalbank nahm geringfügig ab. Dennoch konnte der Quartalsultimo reibungslos abgewickelt werden. Die Giro Guthaben der Wirtschaft bei der Nationalbank stiegen am Monatsende auf 11,3 Mrd Franken, da sich die Banken durch die Beanspruchung zusätzlicher Diskont- und Lombardkredite (980,7 Mio) sowie mittels vorübergehender Rückgabe von S-Reskriptionen (1526,5 Mio) kurzfristige Mittel im Betrage von insgesamt 2,5 Mrd Franken beschafften.

Angesichts der vergleichsweise ruhigen Entwicklung am Devisenmarkt konnte die Nationalbank im April die seit längerer Zeit aus wechsellagerpolitischen Gründen sehr hoch gehaltene Liquidität schrittweise abbauen, indem sie die Interventionskäufe am Markt niedriger hielt als die Dollarabgaben für konversionspflichtige Kapitalexportgeschäfte. Die Giro Guthaben der Wirtschaft bei der Nationalbank verminderten sich bis Ende April auf 8,1 Mrd Franken, zumal in der zweiten Aprilhälfte auch der Notenumlauf und die übrigen Girogelder stark anstiegen und dadurch den Banken Marktmittel entzogen wurden. Die Beanspruchung der Ultimofinanzierungshilfen fiel Ende April mit 0,5 Mrd Franken vergleichsweise gering aus. Im Monat Mai setzte die Nationalbank den sukzessiven Abbau der monetären Basis fort, so daß die Giro Guthaben von Banken, Handel und Industrie bis Mitte Mai auf 7,2 Mrd zurückfielen.

Die Entwicklung der Geldmarktzinssätze seit anfangs März widerspiegelte die von der Notenbank verfolgte Geldpolitik. Der Dreimonatssatz für Eurofrankendepots bewegte sich von Anfang März bis Mitte April im Bereiche von $\frac{1}{2}\%$ und stieg in der Folge bis Mitte Mai kontinuierlich auf $1\frac{5}{16}\%$. Die Festgeldsätze der Großbanken für 6–11 monatige Kundendepots wurden am 12. April um $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt auf $\frac{1}{2}\%$ gesenkt, und der Zinssatz für Jahresgeld wurde gleichzeitig um $\frac{3}{4}$ Prozentpunkt auf $\frac{3}{4}\%$ reduziert. Mit Wirkung ab 17. Mai erhöhten die Groß-

banken sodann die Kundenfestgeldsätze wieder um $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt auf 1% für 3–11 monatige Depots und $1\frac{1}{4}\%$ für 12 monatige Einlagen. Der Diskont- und Lombardsatz der Nationalbank wurde per 27. Februar je um $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt auf 1% resp. 2% reduziert. Mit Wirkung ab 20. März erfuhren sodann die Diskontsätze für Pflichtlager eine Senkung um je $\frac{1}{4}\%$ Prozentpunkt auf $1\frac{1}{4}\%$ bzw. $1\frac{1}{2}\%$, und der Privatdiskontsatz wurde um $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt auf $3\frac{1}{4}\%$ zurückgenommen.

Die Entwicklung auf dem Devisenmarkt stand zu Beginn der Berichtsperiode im Zeichen der Ende Februar erlassenen Maßnahmen. Angesichts der seit Monaten andauernden Höherbewertung des Frankenkurses entschlossen sich Bundesrat und Nationalbank, der wirtschaftlich ungerechtfertigten Aufwertung des Schweizerfrankens mit einer Reihe von Maßnahmen entgegenzutreten. Am 24. Februar wurde die Reduktion des Diskont- und Lombardsatzes, die Verschärfung der Negativzinsregelung, eine Änderung der Vorschriften über die Fremdwährungspositionen der Banken sowie eine Änderung der Bestimmungen über Frankenterminverkäufe von Banken an Ausländer erlassen. Da während der letzten Vorbereitungen für den Erlaß dieser Maßnahmen der Frankenkurs weiter anstieg, wurde am 27. Februar in einem zweiten Schritt ein zusätzliches Maßnahmenpaket angeordnet. Es handelte sich um das Verbot des Verkaufs inländischer Wertpapiere an Ausländer, das Einfuhrverbot für ausländische Banknoten und die Ermächtigung der Nationalbank zum Abschluß längerfristiger Devisentermingeschäfte.

Die Reaktion des Devisenmarktes auf den Erlaß dieser Maßnahmen war befriedigend. Nach einer anfänglichen Phase der Unsicherheit schwächte sich der Kurs des Schweizerfrankens deutlich ab. Der amerikanische Dollar erhöhte sich in der ersten Märzhälfte gegenüber dem Schweizerfranken um 9,6% auf 1.96, und die D-Mark stieg in derselben Periode um 6,3% auf 95. Der mit den Exporten nach den 15 wichtigsten Handelspartnern der Schweiz gewichtete Kurs des Frankens erfuhr in den ersten beiden Märzwochen eine Abschwächung um 5,4%. In der Folge beruhigte sich die Entwicklung am Devisenmarkt zusehends. Von Mitte März bis Mitte April stieg der exportgewogene Frankenkurs noch geringfügig und sank anschließend kontinuierlich bis Mitte Mai. Der amerikanische Dollar notierte Mitte Mai gegenüber dem Franken bei 1.98 und lag damit um 10,9% über dem Stand von anfangs März. Der exportgewichtete Frankenkurs (15 Länder) schwächte sich in der gleichen Zeit um rund 6% ab.

Angesichts der Beruhigung am Devisenmarkt beschloß das Direktorium der Nationalbank, an den Erläuterungen zur Verordnung über die Anlage ausländischer Gelder in inländischen Wertpapieren mit Wirkung ab 16. Mai drei Anpassungen technischer Natur vorzunehmen. Insbesondere dürfen Ausländer den Erlös aus dem Verkauf von an der Börse gehandelten Aktien, Genuß- und Partizipationsscheinen sowie Genossenschaftsanteilen zum Erwerb ebensolcher Titel verwenden, sofern Kauf- und Verkauforder gleichzeitig erteilt werden.

Die Vereinbarung über Devisentermingeschäfte mit den Firmen der Textil- und der Bekleidungsindustrie lief am 30. April 1978 ab und wurde nicht mehr verlängert.

Die Entwicklung am inländischen Kapitalmarkt wurde in der Berichtszeit (März bis Mai) einerseits durch den Erlaß des Anlageverbots und andererseits durch die seit Mitte April angestiegenen Geldmarktsätze geprägt. Nach der Inkraftsetzung des Anlageverbots für Ausländer erlitten namentlich die Obligationen zweit- und dritrangiger inländischer Schuldner sowie ausländische Papiere vorübergehend Kurseinbußen. Die durchschnittliche Rendite eidgenössischer Obligationen stieg anfangs März bis auf 3,61%, nachdem sie vor der Einführung der Restriktionen bei 3,43% gelegen hatte. Nach einer anfänglichen Unsicherheitsphase beruhigte sich jedoch die Entwicklung am Emissionsmarkt und an der Obligationenbörse zusehends wieder, so daß die Durchschnittsrendite der Bundesobligationen bis Mitte April kontinuierlich auf den neuen Jahrestiefstwert von 3,37% zurückfiel. Die Couponsätze der erstklassigen inländischen Anleihen betragen während der Berichtszeit 3¼%. Eine Ausnahme machte die Waadtländische Kantonalbank, die bei ihrer in der zweiten Aprilhälfte aufgelegten Anleihe den Nominalzinssatz auf 3½% erhöhte (Emissionskurs: 101%), weil zuvor verschiedene Inlandanleihen nicht voll gezeichnet worden waren. Die Anleihen der Kraftwerke, die anfangs März noch mit einem Coupon von 3½% ausgestattet waren, wurden ab Mitte März ebenfalls zu 3¼% emittiert, und die Kernkraftwerke gelangten im Mai mit 3¼%-Anleihen an den Markt, nachdem sie im April noch zu 4% Obligationen neu ausgaben.

Erstklassige ausländische Schuldner mußten nach Einführung des Anlageverbots die Nominalzinssätze um ½ Prozentpunkt auf 4¼% anheben, konnten sie jedoch Ende April wieder auf 4% reduzieren.

Nach einer Phase relativer Stabilität im April zeichnete sich im Mai zusehends wieder Unsicherheit am Obligationenmarkt ab. Die institutionellen Anleger übten angesichts der angestiegenen Geldmarktsätze Zurückhaltung, so daß verschiedene zur Zeichnung aufgelegte Anleihen nicht voll gedeckt wurden. Die durchschnittliche Rendite eidgenössischer Anleihen stieg bis zum 18. Mai auf 3,45%, und die Nominalzinssätze der Kraftwerkanleihen wurden gegen Ende Mai um ¼ Prozentpunkt auf 3½% angehoben.

Die für die Emissionskontrolle zuständige Kommission genehmigte sämtliche für das zweite Quartal 1978 ange-

meldeten Anleihen. Das Emissionsprogramm umfaßt 44 Anleihen mit einem Neugeldbetrag von 1,6 Mrd Franken im Vergleich zu 1,3 Mrd im Vorquartal und 1,1 Mrd im zweiten Quartal 1977. Hinzu kommen Konversionen im Betrage von 1 Mrd Franken, so daß sich der Gesamtbetrag der für das zweite Quartal 1978 bewilligten Anleihen auf 2,6 Mrd Franken beläuft.

Ab März wurde für die Schweizerfrankenleihen ausländischer Schuldner kein Plafond mehr festgelegt.

Das inländische Kreditvolumen der 71 monatlich berichtenden Banken erreichte am Ende des ersten Quartals eine Höhe von 135,7 Mrd Franken. Im Vorjahresvergleich stiegen die inländischen Kredite um 9 Mrd Franken oder 7,1% an, während sich gegenüber dem letzten Vierteljahr 1977 eine Zunahme von 0,9 Mrd Franken oder 0,7% ergab. Die seit einiger Zeit kontinuierliche Abnahme der Jahreswachstumsrate der Hypothekaranlagen scheint ein vorläufiges Ende bei 7,7% im März 1978 gefunden zu haben. Die jährliche Zuwachsrate bei den Debitoren erreichte einen seit dem Januar 1977 nicht mehr verzeichneten Tiefstwert von 7,4%. Die an öffentlich-rechtliche Körperschaften gewährten Kredite lagen Ende März um 0,4% über dem Vorjahreswert.

Die vierteljährlich angefragten 163 Banken meldeten im ersten Vierteljahr 1978 neuzugesagte Kredite von rund 6 Mrd Franken, davon 83% an inländische Kreditnehmer. Die im ersten Quartal 1978 netto neuzugesagten Kredite an Schuldner mit Domizil im Ausland bildeten sich um 22,5% gegenüber dem Vorjahresquartal zurück, während die Kreditzusagen an Inländer um 9,2% anstiegen.

In den ersten drei Monaten 1978 bewilligten die 59 Banken neue Baukredite von 1,7 Mrd Franken. Die Jahreswachstumsrate der insgesamt neu zugesagten Baukredite von 13,9% im ersten Quartal 1978 war vor allem auf die Zunahme der neueröffneten Kreditlinien für den Einfamilienhaus- und Villenbau (+27,9%) und für großgewerbliche und industrielle Bauten (+94,3%) zurückzuführen.

Die mittelfristigen Kundengelder nahmen bei den 71 Banken im ersten Quartal des laufenden Jahres um rund 3 Mrd Franken (Vorquartal: 5,2 Mrd) zu. Der größte Teil dieses Anstiegs ist auf die Zunahme der Spareinlagen um 1,8 Mrd Franken zurückzuführen, während bei den Depositen- und Einlageheften eine Erhöhung um 0,7 Mrd und bei den Kassenobligationen eine solche um 0,4 Mrd Franken zu verzeichnen war.