

Bericht

des Direktoriums
über die Wirtschafts- und Währungsfrage
für die Sitzung des Bankrates vom 9. März 1979

A. Lage der Weltwirtschaft

1. Die konjunkturelle Entwicklung in den wichtigsten OECD-Ländern

Die konjunkturelle Entwicklung im vergangenen Jahr war durch starke Schwankungen der Wechselkurse geprägt. Infolge der Devisenmarktprobleme beschlossen einige Länder, ihre Geld- und Fiskalpolitik nicht nur auf die Bekämpfung der Inflation und Arbeitslosigkeit auszurichten, sondern auch den Wechselkursen vermehrte Aufmerksamkeit zu schenken. Diese Akzentverschiebung in der Geldpolitik blieb nicht ohne Einfluß auf die konjunkturelle Entwicklung in zahlreichen Ländern.

Im vergangenen Jahr verringerten sich die Wachstumsunterschiede zwischen den großen westlichen Industrieländern. In den Vereinigten Staaten erhöhte sich das reale Bruttosozialprodukt weniger stark als erwartet. Im Vorjahresvergleich sank die Wachstumsrate für 1978 von 4,9% auf 3,9%.

Im Unterschied zu den Vereinigten Staaten war in Westeuropa und in Japan eine kräftige Erholung der Wirtschaftstätigkeit zu verzeichnen. Vor allem in der Bundesrepublik und Japan lagen die Wachstumsraten des realen Bruttosozialprodukts deutlich über den Werten für 1977. Die günstige Entwicklung des deutschen Bruttosozialprodukts kam auch den wichtigsten Handelspartnern der Bundesrepublik zugute.

Der in den großen, westeuropäischen Ländern sowie Japan verzeichnete Konjunkturaufschwung war in erster Linie auf eine starke Zunahme der Binnennachfrage nach Gütern und Dienstleistungen zurückzuführen. In der Bundesrepublik und Japan gingen starke Wachstumsimpulse vom Konsum aus, während die Exporte in wesentlich geringerem Maße zur Konjunkturbelebung beitrugen. Zudem wurde in diesen beiden Ländern der Konjunkturaufschwung durch fiskalische Maßnahmen gefördert. In den Vereinigten Staaten dagegen verlangsamte sich das Wachstum des Realkonsums.

Die Investitionstätigkeit war in den meisten OECD-Ländern unbefriedigend. Eine Ausnahme bildete Großbritannien, wo sich die Nachfrage nach Investitionsgütern verstärkte.

Die Arbeitslosenquote ist im OECD-Durchschnitt im vergangenen Jahr nur wenig zurückgegangen. Die Kapazitätsauslastung der Industrie stieg jedoch auf das als hoch zu betrachtende Niveau von 85%, wobei sich ni

verschiedenen Branchen bereits Engpässe abzeichnen. Einer der Hauptgründe, weshalb die hohe Kapazitätsauslastung nicht zu einer stärkeren Belebung der Investitionstätigkeit in den Industrieländern geführt hat, liegt in der Unrast auf den Devisenmärkten, insbesondere beim Kurszerfall des Dollars. In einigen Ländern bestehen allerdings immer noch ausgeprägte Kapazitätsreserven.

Die meisten OECD-Länder durften beträchtliche Erfolge bei der Inflationsbekämpfung verzeichnen. Insbesondere den britischen und italienischen Behörden gelang es, die hohen Inflationsraten auf ein erträglicheres Maß zu reduzieren. Weniger erfolgreich verlief der Kampf gegen die Inflation in den Vereinigten Staaten. Auch in Frankreich bestehen noch keine Anzeichen eines markanten Rückgangs der Inflation.

2. Die Entwicklung der Wechselkurse

Der Dollar erreichte seinen Jahrestiefstkurs im handelsgewichteten Durchschnitt Ende Oktober. Nach Ankündigung der amerikanischen Kursstützungsmaßnahmen am 1. November stieg der Dollarkurs im selben Monat gegenüber allen wichtigen Währungen, fluktuierte jedoch in den Monaten Dezember und Januar erneut. Der Kursanstieg der amerikanischen Währung betrug von Anfang November bis Ende Januar gegenüber der deutschen Mark 8%, gegenüber dem Yen 14% und gegenüber dem Schweizerfranken 11%. Auf handelsgewichteter Basis verbesserte sich der Dollarkurs im genannten Zeitraum um rund 5%. Bezogen auf das ganze Jahr von Dezember 1977 bis Dezember 1978 erlitt der Dollar handelsgewichtet einen Wertverlust von 5%. Die Entwicklung des handelsgewichteten nominalen (und realen) Wechselkurses der wichtigsten Währungen während des abgelaufenen Jahres ist in Tabelle 1 am Schluß des Berichtes dargestellt.

Die Kurserholung der amerikanischen Währung ist nicht zuletzt den massiven Dollarkäufen der amerikanischen und ausländischen Zentralbanken zu verdanken. Das amerikanische Treasury plant, Mittel bis zum Höchstbetrag von 10 Mrd Dollar durch Emission von Schuldverschreibungen in ausländischer Währung – sogenannte Carter Bonds – zu beschaffen. Bisher wurden Carter Bonds im Betrag von 1,5 Mrd Dollar in der Bundesrepublik Deutschland und von 1,2 Mrd Dollar in der Schweiz plaziert.

Bedeutungsvoller als die direkten, einmaligen Wechselkurseffekte von Interventionskäufen sind deren Aus-

wirkungen auf die Geldmenge, ist doch die Entwicklung der inländischen im Vergleich zur ausländischen Geldmenge einer der wichtigsten Bestimmungsfaktoren des Wechselkursverlaufs. Über die Geldmengenentwicklung der wichtigsten Industrieländer und deren Zukunftsperspektiven wird in Abschnitt A.3 berichtet.

Für die künftige Wechselkursentwicklung ist es von entscheidender Bedeutung, ob die Vereinigten Staaten die restriktivere Geldpolitik fortsetzen. Die Verbesserung der amerikanischen Ertragsbilanz könnte sich ebenfalls günstig auf den Dollarkurs auswirken; allerdings wird die Bedeutung des Defizits für die Kursentwicklung häufig überschätzt. Für die Entwicklung des Dollarkurses ist nicht so sehr das Ertragsbilanzdefizit, d.h. die Entstehung von Dollarforderungen des Auslands, relevant als vielmehr der Entscheid, in welcher Währung die Forderungen letztlich gehalten werden. Dies hängt aber primär von den Wechselkuserwartungen und damit wesentlich von der Geldmengenentwicklung ab.

Die Kursentwicklung der D-Mark verlief 1978 sehr ruhig. Von Dezember 1977 bis Dezember 1978 nahm der handelsgewichtete Kurs der D-Mark um 4% zu, während sich der Schweizerfranken um 12% erhöhte. In der ersten Jahreshälfte war der Kurs der Mark nahezu stabil. Von Juli bis Oktober stieg er nur um 4%, um anschließend auf dem Anfang November erreichten Niveau zu verharren. Mit der Inkraftsetzung des EWS, die wegen Meinungsverschiedenheiten im Agrarbereich auf unbestimmte Zeit vertagt wurde, würde der Spielraum für bilaterale Wechselkursbewegungen der am System beteiligten Währungen auf $\pm 2,25\%$ reduziert. Größere Wechselkursänderungen, sogenannte Leitkursanpassungen, wären bei grundlegenden Divergenzen in der wirtschaftlichen Entwicklung der Teilnehmerländer weiterhin vorzunehmen. Mit der Zeit sollte – so hofft man – eine so starke Annäherung der Wirtschaftspolitik stattfinden, daß Leitkursänderungen überflüssig werden.

Einen noch stärkeren handelsgewichteten Kursanstieg als der Schweizerfranken wies 1978 (von Dezember bis Dezember) mit 19% der japanische Yen aus. Von Dezember 1977 bis August 1978 nahm der Wert des Yen fast ungebrochen um 25% zu, oszillierte anschließend um das erreichte Niveau und bildete sich von Oktober bis Dezember wieder um 5% zurück.

Das englische Pfund, der französische Franken und die italienische Lira erfuhren 1978 einen im Vergleich zum Yen und zum Schweizerfranken ruhigen Kursverlauf. Auf das Jahr von Dezember 1977 bis Dezember 1978 bezogen, werteten sich das englische Pfund und die italienische Lira auf handelsgewichteter Basis um 2%, bzw. 7% ab, während der französische Franken unverändert blieb.

Über die realwirtschaftlichen Auswirkungen der Wechselkursveränderungen des abgelaufenen Jahres, insbesondere der letzten Monate, läßt sich zurzeit nur wenig Konkretes aussagen. Wechselkursbewegungen wirken sich nur mit größerer zeitlicher Verzögerung auf die

Gütermärkte aus und werden häufig von anderen Effekten überlagert. Die Zusammenhänge zwischen Wechselkursen und Konjunktur werden im Abschnitt B.3 näher erläutert. Immerhin lassen sich auf Grund der realen Wechselkursentwicklung*, die Hinweise auf die Veränderung der Wettbewerbsfähigkeit gibt, Erwartungen über die realwirtschaftlichen Auswirkungen ableiten.

Der reale Dollarkurs fiel 1978 (von Dezember 1977 bis Dezember 1978) um 2%. Von Dezember 1977 bis Oktober 1978 gab der Dollarkurs real um 5% nach. Von Oktober bis Dezember stieg er um 3%. Die relativ große Stabilität ergibt sich vor allem aus der großen Bedeutung, die dem kanadischen Dollar für die amerikanische Wirtschaft zukommt.

Ohne eine enge Kausalbeziehung herstellen zu wollen, fällt auf, daß die amerikanischen Exporte in Übereinstimmung mit der realen Wechselkursentwicklung vor allem in der ersten Jahreshälfte 1978 real eine markante Wachstumsbeschleunigung erfuhren. Kein Einfluß läßt sich allerdings bei der Entwicklung der realen Importe feststellen. Gemäß Prognose der OECD dürften im Jahre 1979 die Exporte real, wenn auch langsamer, weiter zunehmen, während eine Stagnation der realen Importe erwartet wird. Das Ertragsbilanzdefizit der USA soll prognosegemäß von 18 Mrd Dollar im Jahre 1978 auf 8 Mrd Dollar im Jahre 1979 abnehmen. Einen besonderen Unsicherheitsfaktor stellt in sämtlichen Außenhandelsprognosen für das laufende Jahr die Entwicklung auf dem Energiesektor dar.

Den stärksten realen Kursanstieg auf handelsgewichteter Basis verzeichnete von Dezember 1977 bis Dezember 1978 mit 9% der Yen. Im Einklang mit der realen Kursentwicklung nahmen die japanischen Exporte von Januar bis April 1978 real stark ab, um dann auf tieferem Niveau zu verharren und gegen Jahresende erneut leicht zu fallen. Die Importe hingegen stiegen während des ganzen Jahres weiter an. Für 1979 wird von der OECD bei weitgehend unveränderter Wachstumsrate der realen Importe eine Stagnation der realen Exporte erwartet. Der japanische Ertragsbilanzüberschuß soll sich gemäß der OECD-Prognose von 20 Mrd Dollar im Jahre 1978 auf 12 Mrd Dollar im laufenden Jahr zurückbilden.

Im Unterschied zu Japan und der Schweiz veränderte sich im Jahr 1978 der reale Wechselkurs der Bundesrepublik kaum. 1978 nahmen dann auch sowohl Exporte wie Importe real weiter zu, wobei die realen Exporte eine etwas höhere Wachstumsrate aufwiesen als die Importe. Für 1979 prognostiziert die OECD einen weiterhin ungebrochenen Anstieg des realen Außenhandels der Bundesrepublik. Der deutsche Ertragsbilanzüberschuß soll sich von 6 Mrd Dollar im Jahre 1978 auf 2,5 Mrd Dollar im laufenden Jahr als Folge der veränderten Wachstumsperspektiven in den wichtigsten Industrieländern zurückbilden.

* Nominale Wechselkursveränderung bereinigt um die Differenz zwischen der in- und ausländischen Preissteigerungsrate, hier gemessen durch die Grosshandelspreise.

3. Die monetäre Entwicklung der westlichen Industrienationen

Die neue, mittelfristig orientierte Geldmengenpolitik wurde im Jahre 1977 von den meisten Ländern wenig verändert fortgesetzt. Gesamthaft fielen die Wachstumsraten der monetären Aggregate im Jahre 1977, verglichen mit der Entwicklung der frühen siebziger Jahre, relativ bescheiden aus. Zu deutlich abgeschwächtem Geldmengenwachstum kam es in Japan. Überdurchschnittliche Geldmengenwachstumsraten wiesen Italien und Großbritannien auf.

Nachdem in den Vereinigten Staaten bereits im Jahre 1977 das Wachstum der Geldmenge M_1 längere Zeit die Obergrenze des Zielbandes überschritten hatte, lag die Wachstumsrate von M_1 im Jahre 1978 sozusagen immer über dem Maximalwert von 6,5%. Ein Abweichen vom Geldmengenziel über eine längere Zeitperiode läßt sich dann rechtfertigen, wenn sich der langfristige Trend der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes verändert. In einer Zeitperiode, in der die monetären Behörden eine mutmaßliche Veränderung der Geldnachfrage feststellen, müssen sie dieser bei unveränderter Zielsetzung eines stabilen Preisniveaus Rechnung tragen. Da die offiziellen monetären Zielgrößen aber eine in die Zukunft gerichtete Verpflichtung darstellen, führt ein Abweichen vom Geldmengenziel zu erhöhter Unsicherheit und damit zu Unstabilität auf den Geld- und Kapitalmärkten, was sich störend auf die Preisentwicklung und Wechselkurse auswirkt. Zudem wird sich eine Währung, wenn die Veränderung der Geldnachfrage überschätzt und infolgedessen die Geldmenge zu stark ausgedehnt wurde, tendenziell abwerten.

Inwiefern die bereits Mitte 1977 wieder aufgekommenen Unruhen vor allem um den Dollar und die in der Folge starke Abwertung der US-Währung direkt mit dem Überschreiten der Zielgröße für M_1 in den USA in Verbindung zu bringen sind, ist eine offene Frage. Sicher ist hingegen, daß der Abwärtstrend des Dollars vor allem die deutschen und die schweizerischen Währungsbehörden veranlaßte, zur Abschwächung der Aufwärtsbewegung ihrer eigenen Währungen stark am Devisenmarkt zu intervenieren. Diese Interventionen führten dazu, daß diese Länder ihrerseits von ihren gesteckten Geldmengenzielen abweichen mußten und damit ein weiteres Element der Unsicherheit in den Markt brachten.

Was aber vom Markt vorerst zwar langsam und dann immer sicherer erkannt wurde, war die unterschiedliche Entwicklung der Inflationsraten in verschiedenen Ländern. Die Inflationsraten in den Vereinigten Staaten haben sich zwar seit den frühen siebziger Jahren etwas zurückgebildet, lagen aber im Jahre 1977 immer noch bei 6,5% und haben sich im Jahre 1978 wieder erhöht. Auf der anderen Seite standen Länder wie die Bundesrepublik, Japan oder die Schweiz, welche laufend größere Erfolge in der Inflationsbekämpfung erzielen konnten. Die durchschnittliche Inflationsrate in der BRD lag 1977 bei 3,9%, in Japan noch bei 8% und in der Schweiz bereits bei 1,5%. In allen drei Ländern, vor allem in Japan, war aber ein weiterer Rückgang der Inflation zu erwarten.

Diese Situation führte zu einer pessimistischen Einschätzung der Entwicklung des Dollars und mündete im Dollarsturz des vergangenen Herbstes.

Mit der Verstärkung des Antiinflationsprogrammes am 1. November 1978 wollte man das Vertrauen in die amerikanische Geldpolitik und damit in den US-Dollar wieder herstellen. Wie restriktiv der Kurswechsel in der amerikanischen Geldpolitik ausgefallen ist, läßt sich nur schwer beurteilen. Technische und gesetzliche Änderungen im Zahlungssystem der USA erschweren eine adäquate Interpretation der jüngsten Geldmengenwachstumsraten. Immerhin deutet der Verlauf sämtlicher monetärer Größen in den letzten Monaten auf eine restriktivere Politik hin.

Die monetäre Entwicklung im Jahre 1978 hat deutlich gezeigt, daß vor allem Länder mit bedeutendem Außenhandel auch bei einem System flexibler Wechselkurse Einschränkungen ihrer geldpolitischen Autonomie hinnehmen müssen. Sobald eine wichtige Industrienation ihre geldpolitischen Prioritäten verändert und der Markt dies erkennt, müssen die monetären Behörden der Handelspartner reagieren, wollen sie nicht Wettbewerbsnachteile in Kauf nehmen. In diesem Licht ist die monetäre Entwicklung in den Hartwährungsländern zu betrachten. Sowohl die BRD als auch Japan und die Schweiz waren gezwungen, zur Aufrechterhaltung sinnvoller Kursrelationen von ihren ursprünglichen geldpolitischen Vorstellungen abzuweichen. In der Bundesrepublik hat sich die seit Frühjahr 1978 abzeichnende monetäre Expansion bis Ende des Jahres fortgesetzt. Das Wachstum der Geldmenge M_1 erhöhte sich in den ersten elf Monaten im Vergleich zum Vorjahr um 12,5%, dasjenige von M_2 um ca. 14% und dasjenige von M_3 um rund 11,5%. Das Wachstum der Zentralbankgeldmenge betrug in derselben Periode 8,5% (Ziel: 8%). Für das laufende Jahr 1979 hat sich die Bundesbank nochmals für die Festlegung eines Geldmengenzieles entschieden. Die Zentralbankgeldmenge soll vom vierten Quartal 1978 bis zum vierten Quartal 1979 innerhalb einer Bandbreite von 6–9% ausgedehnt werden. Die Bundesbank hat seit dem Oktober 1978 eine Reihe von Restriktionsmaßnahmen ergriffen, zuletzt im Januar 1979 die Erhöhung des Lombardsatzes und der Mindestreserven.

Das dritte Hartwährungsland Japan betreibt keine explizite Geldmengenpolitik. Die Währungsbehörden versuchen die monetäre Entwicklung mit Kreditlimiten unter Kontrolle zu halten. Das durchschnittliche Wachstum der Geldmenge M_1 betrug im Jahr 1977 7%. Damit waren die Grundlagen für eine Beruhigung an der Preisfront geschaffen. Die Inflationsrate fiel von 8,0% im Jahre 1977 auf 3,8% im Jahre 1978. Die Wachstumsraten der Geldmenge M_1 im Jahre 1978 liegen mit durchschnittlich 10% über dem Vorjahr. Dies ist, wie in den anderen Hartwährungsländern, eine Folge der umfangreichen Dollarkäufe, im Zusammenhang mit der Dollarschwäche.

Großbritannien gehört zur Gruppe von Ländern, welche ihrem Willen Ausdruck gaben, der Entwicklung der monetären Aggregate erhöhte Aufmerksamkeit zu schenken. Im Jahre 1976 wurde erstmals ein Geldmengenziel

festgelegt. Dasselbe Ziel hatte für das folgende Jahr Gültigkeit. Das durchschnittliche Wachstum der Geldmenge M_1 betrug im Jahre 1977 13,1%, dasjenige der Geldmenge M_3 16,3%. Als im Oktober 1977 die monetäre Entwicklung endgültig zu entgleisen drohte, wurde das Wechselkurspolitische Ziel aufgegeben und die monetären Behörden gaben der Kontrolle der Geldaggregate eindeutig Priorität. Der Wechselkurs erhöhte sich und dieser Trend setzte sich noch einige Zeit fort. Die Wachstumsraten der Geldmenge M_1 Ende des Jahres 1978 zeigen deutlich, daß die Bank von England gewillt ist, die monetäre Expansion unter Kontrolle zu halten. Die Wachstumsraten von M_1 sanken zu Beginn des Jahres von über 20% auf Raten um 14%.

4. Internationale Konjunkturprognosen

Die verschiedenen Prognosen über die wirtschaftliche Entwicklung der Industrieländer unterscheiden sich nicht wesentlich voneinander. Das OECD-Sekretariat hat in seiner Dezember-Prognose eine etwas optimistischere Sicht präsentiert als im vergangenen Sommer.

Nach Ansicht der OECD werden sich die bereits 1978 festgestellten Unterschiede in der Konjunkturentwicklung der Vereinigten Staaten einerseits und Westeuropas und Japans andererseits im laufenden Jahr weiter verstärken. Im OECD-Raum dürfte die Wachstumsrate des Sozialproduktes von rund 3,5% im Jahre 1978 auf 3% im laufenden Jahr abnehmen. Wichtiger als das gesamtwirtschaftliche Wachstum ist die Nachfrage nach Konsum und Investitionsgütern, die unterschiedliche nationale Entwicklungstendenzen aufweist. Im laufenden Jahr wird eine Abschwächung der Nachfrageentwicklung in den Vereinigten Staaten und eine Beschleunigung in Westeuropa und Japan erwartet. Erstmals seit Ende 1975 dürfte die Wachstumsrate der Inlandnachfrage in den Vereinigten Staaten deutlich unter derjenigen in Westeuropa und Japan liegen. In Japan könnte die Expansionsrate der Inlandnachfrage in der ersten Jahreshälfte 7% übersteigen und in der zweiten Jahreshälfte rund 5% erreichen (Vorjahresvergleich). Diese Schätzung deckt sich mit dem nationalen Ziel von 7% für das ganze Jahr. Für die Bundesrepublik Deutschland wird eine Wachstumsrate der Inlandnachfrage prognostiziert, die für die erste Jahreshälfte im Vorjahresvergleich noch 5,25% beträgt und sich anschließend insbesondere als Folge der vorgesehenen Erhöhung der Mehrwertsteuersätze zurückbildet. Für das ganze Jahr soll sich die Wachstumsrate auf 4,75% beziffern. In den Vereinigten Staaten dürfte vor allem der restriktivere Kurs der Geldpolitik zu einem spürbaren Rückgang der Inlandnachfrage um rund 2% im Jahre 1979 gegenüber 1978 führen.

Es wird erwartet, daß die starken Wechselkursverschiebungen der letzten Monate zu einer Exportzunahme in den Vereinigten Staaten und einem Exportrückgang insbesondere in Japan beitragen. Dies würde längerfristig zur Wiederherstellung des Ertragsbilanzgleichgewichts der einzelnen OECD-Länder beitragen. Unter der Voraussetzung unveränderter Wechselkurse könnten

sich gemäß OECD-Prognose das Ertragsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten und der Ertragsbilanzüberschuß Japans im laufenden Jahr ungefähr halbieren.

Neben der Inflation, die trotz leichter Abschwächung im Jahre 1978 für die meisten Länder ein Problem bleibt, wird die Arbeitslosigkeit im laufenden Jahr eine Hauptsorge der Wirtschaftspolitiker sein. Nach einer spürbaren Verbesserung der Beschäftigungssituation insbesondere in der ersten Jahreshälfte 1978 dürfte die Arbeitslosigkeit in den wichtigeren Industrieländern wieder zu steigen beginnen. In den Vereinigten Staaten hat sich die Arbeitslosenrate seit einigen Monaten dank der verhältnismäßig starken Zunahme des Arbeitsplatzangebots auf einem Niveau von rund 5,8–5,9% stabilisiert. Es ist jedoch zu erwarten, daß die Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in Verbindung mit dem restriktiveren Kurs der Wirtschaftspolitik die Beschäftigungslage im Laufe des Jahres wieder verschlechtert. Die OECD befürchtet, daß eine Zunahme der Arbeitslosigkeit einzelne Länder veranlassen könnte, protektionistische Maßnahmen zu ergreifen, die die Situation auf dem Arbeitsmarkt bestenfalls kurzfristig verbessern, längerfristig jedoch mit Sicherheit verschlechtern würden. Die OECD rechnet damit, daß die Arbeitslosenrate ihrer Mitgliedsländer von gegenwärtig 5,25% in der zweiten Jahreshälfte auf 5,5% zunimmt.

Die OECD war in ihrer Dezember-Prognose von der Annahme einer Erdölpreiserhöhung von 5–6% im Jahre 1979 ausgegangen. Die inzwischen von der OPEC beschlossene Preiserhöhung von 14,5% bis Oktober 1979 wird nicht ohne wirtschaftliche Folgen für die Industrieländer bleiben. Falls die Preiserhöhung in ganzer Höhe durchgeführt wird, könnte die ursprünglich auf 6,75% (Jahresmittel) geschätzte Inflationsrate der Industrieländer im laufenden Jahr deutlich höher liegen. Ungünstig auf das Preisniveau könnte sich auch die in einigen Ländern als Folge der Unrast auf den Devisenmärkten deutlich expansivere Geldpolitik auswirken.

B. Schweizerische Konjunkturlage

1. Privater Konsum

Bei der Beurteilung der privaten Konsumtätigkeit im Jahre 1978 fällt auf, daß die als Konsumindikator dienenden Kleinhandelsumsätze eine rückläufige Tendenz zeigen, obwohl die Lohneinkommen gestiegen sind. In empirischen Untersuchungen des Konsumverhaltens in der Schweiz konnte man bis anhin feststellen, daß in Perioden kontinuierlicher Einkommensentwicklung auch die Konsumausgaben mehr oder weniger kontinuierlich angestiegen sind. Im Jahre 1978 haben gemäß SUVA-Angaben die Löhne etwas stärker als im Vorjahr zugenommen (3. Quartal 78 + 3,4%); die Kleinhandelsumsätze hingegen nahmen im ersten Halbjahr nur schwach zu (+1,1%), während sie im zweiten Halbjahr sogar um 1,3% unter dem Vorjahresniveau lagen; für das ganze Jahr

1978 ergibt sich eine Zunahme von 0,5%. Die Januarzahlen zeigen einen nominalen Zuwachs von 4,6%, real von 3,7%, was auf die Ausverkäufe zurückzuführen sein mag.

Die unübliche Diskrepanz zwischen dem Verlauf der Konsumausgaben und der Einkommensentwicklung wurde vielerorts mit der Wechselkursentwicklung erklärt. Die starke Aufwertung des Schweizerfrankens – so eine Umfrage des ETH-Institutes für Wirtschaftsforschung – ließ die Arbeitsplätze im allgemeinen als weniger gesichert erscheinen. Diese Unsicherheit habe dazu geführt, daß die Haushalte im Konsum Zurückhaltung geübt hätten. Eine solche Erklärung steht jedoch im Widerspruch zu Beobachtungen in früheren Perioden wirtschaftlicher Unsicherheit.

Plausibler erscheint die Hypothese, daß die Kleinhandelsumsätze – unter anderem – nicht unwesentlich von den Einkaufsgewohnheiten in schweizerischen Grenzregionen abhängig sind. Man hat festgestellt, daß in diesen Gebieten je nach Wechselkurslage die Ausländer in der Schweiz oder die Schweizer im Ausland einkaufen. Die starke Aufwertung des Schweizerfrankens im letzten Jahr hat erwiesenermaßen zu beträchtlichen Umsatzeinbußen in den grenznahen Detailhandelsgeschäften geführt. Erst die Wechselkurskorrekturen der letzten Monate haben zu einer optimistischeren Beurteilung der Absatzchancen in diesen Gebieten geführt.

Einen weiteren Einflußfaktor bilden die Einkäufe ausländischer Touristen. Im Jahr 1978 sind sowohl deren Zahl als auch die Nebenausgaben zurückgegangen.

Auf hohem Niveau, wenn auch leicht rückläufig, verharren die Importe von Konsumgütern. Im ersten Semester 1978 betrug die reale Zunahme 12,5%, im zweiten 6,5%. Die Januarzahlen bewegen sich ähnlich, wenn auch abgeschwächt. Die Abschwächung im zweiten gegenüber dem ersten Halbjahr beruhte hauptsächlich auf einem stark verminderten Einfuhrzuwachs von Haushaltgegenständen und -apparaten (+0,7% gegenüber Vorjahresperiode). Deutlich rückläufig waren die Importe von Radio- und Fernsehapparaten (–11,7% gegenüber 2. Semester 1977) sowie von Produkten, die zur Gruppe der übrigen dauerhaften Konsumgüter zählen (–4,9%). Für den Bereich der Unterhaltungselektronik dürfte der seit Ende der Rezession anhaltende starke Ersatz- und Nachholbedarf nun zum großen Teil gedeckt sein.

Anders präsentiert sich die Situation im Automobilsektor. In der zweiten Jahreshälfte hat der Wert der Automobilimporte noch beschleunigt zugenommen (+13,1% gegenüber Vorjahresperiode). Demgegenüber verzeichnete der Wert der inländischen Automobilverkäufe im zweiten Semester eine Abschwächung gegenüber dem ersten Halbjahr (+10,9% im ersten gegenüber +7,4% im zweiten Semester). Diese Diskrepanz in den Statistiken weist offensichtlich auf einen verstärkten Trend zu Direktimporten der Konsumenten hin. Wieweit die Mehrimporte an Lager gegangen sind, kann wegen mangelnder Angaben kaum gesagt werden.

Ein Auseinanderklaffen von Detailhandelsumsätzen und Importen ist auch in den Sparten Möbel und Wohnungseinrichtungen festzustellen. Allerdings sind die Diskrepanzen nicht so groß wie im Automobilsektor. Gemäß Konjunkturtest fand im Bereich der Innenausstattung praktisch während des ganzen Jahres ein Lageraufbau statt. Gleichzeitig war der Geschäftsgang rückläufig. Auch in diesem Bereich könnten vermehrt Eigenimporte stattgefunden haben. Der von 60% der Teilnehmer des ERFA-Test als überhöht bezeichnete Lagerbestand im Wohnungseinrichtungssektor muß allerdings nicht nur das Resultat einer schwachen Konsumnachfrage sein. Die wechselkursbedingte Verbilligung bei den Importen könnte die Importeure veranlaßt haben, sich günstig einzudecken.

Die Prognose für den Konsum, speziell aber für die Detailhandelsumsätze, für das Jahr 1979 fällt günstig aus. Ausschlaggebend sind die folgenden Gründe: Die Löhne weisen im Jahr 1979 eine deutlich steigende Tendenz auf. Zudem werden Steuerreduktionen in zehn Kantonen und zahlreichen Gemeinden das persönlich verfügbare Einkommen erhöhen. Die Wechselkurse, welche wieder etwas höher liegen als im Vorjahr, verringern Preisvorteile von Käufen im Ausland. Die Preise der Produkte, die in direkter Konkurrenz mit Produkten im Ausland stehen, werden weiter gesenkt, was den Konsum beleben wird. Außerdem wird die vermehrte Wohnbautätigkeit die Nachfrage nach Wohnungseinrichtungen erhöhen. Ganz abgesehen von diesen direkten Steigerungen des Konsums werden auch die außerordentlich niedrigen Zinssätze die Nachfrage nach Konsumgütern indirekt stimulieren. Die Senkung der Hypothekarzinsen, wie sie auf den 1. Juli nächsthin fast gesamtschweizerisch stattfindet, wirkt ebenfalls konsumstimulierend. Die Befürchtungen wegen der Sicherheit der Arbeitsplätze dürften an Gewicht verlieren, so daß sich die Sparneigung jedenfalls nicht verstärken dürfte. Die letzten Januarzahlen der Kleinhandelumsätze – die keineswegs nur auf die Ausverkäufe zurückzuführen sind – scheinen unsere Annahmen zu bestätigen. Wir teilen die eher düstere Beurteilung der Konsumententwicklung im Expertengutachten – Wirtschaftsfrage 1979/80 – somit nicht.

2. Bauinvestitionen

Die Zahlen für die Baukreditzusagen und die Baukreditbeanspruchung sind erstaunlich hoch.

a) Wohnbauinvestitionen

Die Nachfrage nach Wohnraum steht in unmittelbarer Wechselwirkung zu der Bevölkerungsentwicklung. Sieht man von der Ein- oder Rückwanderung ausländischer Arbeitskräfte ab, so verändert sich diese Nachfrage von Jahr zu Jahr einigermaßen stetig. Die in der Vergangenheit beobachteten Schwankungen in der Wohnungsproduktion sind demzufolge weitgehend angebotsbedingt, d.h. das Verhalten der Bauherren und der Anbieter von Bauleistungen und Finanzierungsmitteln spielt eine entscheidende Rolle.

Zur Erklärung der Wohnbauschwankungen wurde auch in der Schweiz die sogenannte Residualtheorie herangezogen. Danach werden dem Wohnbau stets dann Produktionsfaktoren (Arbeitskräfte und Kredite) zur Verfügung gestellt, wenn die Nachfrage der übrigen Wirtschaft nach diesen Faktoren relativ schwach ist. Empirische Untersuchungen haben gezeigt, daß in der Schweiz die Differenz zwischen dem Hypothekarzins und der Obligationenrendite ein guter Indikator für das Angebotsverhalten der Banken im Hypothekengeschäft ist. Je größer die Differenz ist, um so aktiver betätigen sich die Banken im Hypothekengeschäft. Gegenwärtig ist die Differenz mit rund 1% außerordentlich groß. Daher überraschen die Anstrengungen, die heute von den Banken im Hypothekengeschäft unternommen werden, nicht. Erfahrungsgemäß dauert es knapp ein Jahr, bis sich eine Verbesserung der Kreditsituation auf die Bautätigkeit niederschlägt.

Da sich insbesondere im letzten Herbst die Situation am Hypothekemarkt verbessert hat, kann mit einer deutlichen Belebung der Bautätigkeit in diesem Sommer gerechnet werden. Diese Vermutung wird durch die Zunahme der Baubewilligungen in 92 Städten bestätigt. Mit insgesamt 10 983 lagen die Baubewilligungen 1978 um 11,4% höher als ein Jahr zuvor. Auch die Neubewilligten Baukredite verzeichneten im abgelaufenen Jahr eine deutliche Zunahme.

Der deutliche Rückgang im Leerwohnungsbestand (-8 679 Einheiten) wird ebenfalls stimulierend auf den Wohnungsbau wirken. Dieser Effekt dürfte sich jedoch erst mit einer Verzögerung von 1 bis 2 Jahren bemerkbar machen, da die Planung und Ausführung von Wohnbauten Zeit in Anspruch nimmt. Es kann spätestens für die zweite Jahreshälfte mit einer deutlichen Belebung der Wohnbautätigkeit gerechnet werden. Erneut bestätigen die Januarzahlen diesen Trend: neuerstellte Wohnungen +28% gegenüber Vorjahresmonat, Baubewilligungen +4,5%; bemerkenswert das 4. Quartal 1978 mit einer Zunahme von 19% gegenüber 1977.

b) Industriell-gewerblicher Bau

Auch im industriell-gewerblichen Bau dürfte im abgelaufenen Jahr ein höheres Bauvolumen als im Jahr 1977 realisiert worden sein. Gemäß Angaben des Delegierten für Konjunkturfragen lagen die Bauvorhaben im industriell-gewerblichen Bau für 1978 um 12% über dem Vorjahresniveau. Im vierten Quartal 1978 hat auch die Beanspruchung der Baukredite in diesem Bereich angezogen. Ein anderer vorlaufender Indikator, nämlich die Planvorlagen für industrielle Bauten, deutet darauf hin, daß sich die Investitionen vor allem auf Neu- und Erweiterungsbauten (1978/77: +17,0) und auf Betriebseinrichtungen (1978/77: +8,0%) konzentrieren dürften. Da sich die Wechselkurslage in den letzten Monaten stark verbessert hat und die Unsicherheit über den künftigen Wechselkurs durch die vermehrte Ausrichtung der Geldpolitik auf den Wechselkurs reduziert worden ist, dürfte in nächster Zeit mit einer vermehrten Realisierung der Planvorlagen gerechnet werden. Diese Tendenz dürfte durch die

günstigeren Wirtschaftsaussichten in einigen europäischen Ländern noch verstärkt werden.

Faßt man die Aussichten für die Wohnbauinvestitionen und die Bauinvestitionen im industrie-gewerblichen Bau zusammen, so deuten sämtliche Informationen auf eine klare Beschleunigung der Bautätigkeit hin.

c) Ausrüstungsinvestitionen

Die Ausrüstungsinvestitionen nehmen seit 1976 wieder zu. Für das letzte Jahr liegen noch keine endgültigen Zahlen vor. Immerhin ist bekannt, daß die Investitionsgütereinfuhren im letzten Jahr um mehr als 20% stiegen. Selbst wenn man annimmt, daß als Folge der Wechselkurslage einheimische Investitionsgüter teilweise durch ausländische ersetzt worden sind, deutet diese Entwicklung auf eine deutliche Zunahme der gesamten Ausrüstungsinvestitionen hin. Dies ist nicht zuletzt Ausdruck der günstigen Wechselkurssituation im Jahre 1977.

Für dieses Jahr ist eine Prognose der Entwicklung der Ausrüstungsinvestitionen recht schwierig. So läßt sich nicht abschätzen, wie nachhaltig die Investitionsentscheidung von der extremen Aufwertung des Schweizerfrankens vor der geldpolitischen Kursänderung im negativen und von der nachfolgenden Wechselkursstabilisierung im positiven Sinn beeinflußt wird. Wahrscheinlich scheint, daß der Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen im ersten Halbjahr als Folge der letztjährigen Wechselkursprobleme nicht sehr groß ausfallen wird. Für die zweite Jahreshälfte dürfte sich die im letzten Jahr beobachtete deutliche Belebung fortsetzen.

Die Kapazitätsauslastung in der Industrie liegt gegenwärtig bei rund 80%. Im dritten Quartal 1978 waren in der Industrie insgesamt 78% der Kapazitäten ausgelastet, in der Bekleidungsindustrie 84% und in der Gummi- und Kunststoffindustrie lediglich 74%. In Zeiten der Hochkonjunktur betrug die Auslastung der technischen Kapazitäten rund 90%. Dieser Vergleich zeigt, daß zumindest kurzfristig nicht mit einem boomhaften Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen gerechnet werden muß. Auch die Unsicherheit über die mittelfristigen Wirtschaftsaussichten werden zu einer gewissen Zurückhaltung in den Investitionen führen. Sollte sich aber der Wirtschaftsaufschwung in Europa stärker als erwartet erweisen und die Politik der Wechselkursstabilisierung auf hohem Niveau fortgesetzt werden, so kann sich die Situation schnell ändern.

Belebende Effekte auf die Ausrüstungsinvestitionen dürften vom Zwang zur Rationalisierung ausgehen. Der höhere Frankenkurs und der technologische Fortschritt, zum Beispiel im Elektronikbereich, werden auch künftig dahin wirken, daß die Rationalisierungsinvestitionen zunehmen. Der in den letzten Jahren beobachtete Rückgang der Anteile der Ausrüstungsinvestitionen am Bruttosozialprodukt steht nicht in Widerspruch zu dieser Feststellung. Denn die Jahre mit einem höheren Anteil waren vor allem die Jahre, in denen die im Zusammenhang mit dem Zuzug ausländischer Arbeitskräfte ange-

stellten Befürchtungen über eine Überalterung des schweizerischen Produktionsapparates unbegründet erschienen. Diese Überlegungen geben Anlaß zu einer vertieften Analyse der Beziehungen zwischen Rationalisierung und Beschäftigung; sie wird vom BIGA an die Hand genommen.

3. Die Entwicklung der Außenwirtschaft

Das Wachstum der schweizerischen Exporte hat sich im vergangenen Jahr verlangsamt. Da sich parallel dazu der Schweizerfranken aufgewertet hat, liegt der Schluß nahe, die Wachstumsverlangsamung der Exporte mit der Aufwertung in Verbindung zu bringen. Hätte sich diese Entwicklung ohne ein gleichzeitiges Abflachen des Wirtschaftswachstums im Ausland abgespielt, so wäre gegen diese monokausale Erklärung der Wechselkursentwicklung nichts einzuwenden. Die tatsächliche Lage erfordert aber eine differenzierte Erklärung der Exportentwicklung.

Empirische Untersuchungen weisen auf eine starke Konjunktur-, jedoch eine schwache Preisabhängigkeit der Schweizer Exporte hin. Außerdem ist bekannt, daß der Konjunkturzyklus der schweizerischen Exporte mit einer Verzögerung von einem halben bis einem ganzen Jahr dem weltwirtschaftlichen Zyklus folgt. Dies hängt damit zusammen, daß die Schweiz, abgesehen von einigen chemischen Produkten und von Produkten der Textilindustrie, vornehmlich Güter produziert, die nicht zu Beginn des Konjunkturaufschwungs nachgefragt werden (Investitionsgüter) und die zum Teil eine längere Lieferfrist besitzen (Maschinen). Wenn man nun annimmt, daß diese Zusammenhänge auch unter flexiblen Wechselkursen Gültigkeit haben, so ist die Verlangsamung des Wachstums der schweizerischen Exporte im letzten Jahr zu einem nicht unerheblichen Teil der schwächeren Weltkonjunktur von Ende 1977/anfangs 1978 zuzuschreiben.

Für diese These spricht die Analyse der Exporte nach einzelnen Ländern und nach Gütergruppen untergliedert. Ins Auge sticht vor allem der Rückgang der Exportzuwachsrate in Länder, die eine Abschwächung ihres Wachstums zu verzeichnen hatten (Italien, Österreich, Niederlande).

Umgekehrt nahmen die Exporte nach den Ländern, die eine Wachstumsbeschleunigung aufwiesen, auch im letzten Jahr zu (Großbritannien, Japan). Eine Gliederung der Exporte nach den Hart- bzw. Weichwährungsländern gibt dagegen kein einheitliches Bild. So nahmen beispielsweise die Exporte nach Japan und England stark zu, während sie nach Österreich und Italien stark zurückgingen. Die Feststellung, daß die Wechselkurse nur teilweise für den Rückgang des Exportwachstums im letzten Jahr verantwortlich gemacht werden können, hängt u.a. damit zusammen, daß die extreme Aufwertung des Schweizerfrankens teilweise als vorübergehendes Phänomen betrachtet worden ist und daher die Nachfrage nur in geringem Ausmaß in andere Länder abgewandert ist. Andererseits wird aber auch die spezifische Struktur der schweizerischen Exporte zumindest teilweise

eine Überwälzung der Aufwertung auf die ausländischen Kunden erlaubt haben. Wo dies nicht möglich war, mußten zur Aufrechterhaltung der Marktanteile beträchtliche Preiskonzessionen in Kauf genommen werden.

Die Entwicklung im letzten Herbst war das Ergebnis eines Kumulativs ungünstiger Faktoren. So spielte sich die extrem große Aufwertung genau in einer Phase ab, in der die konjunkturelle Nachfrage nach schweizerischen Gütern ohnehin sehr schwach war. Da zudem die ausländischen Nachfrager angesichts der stetigen Aufwertung mit ihrer Nachfrage zurückhielten – möglicherweise nur um eine günstigere Kursrelation bei der Auftragserteilung abzuwarten – präsentierte sich die Lage der schweizerischen Exportindustrie plötzlich hoffnungslos.

Inzwischen hat sich die Lage beruhigt. Der spekulative «Auftragsstop» hat ein Ende gefunden und die Konjunkturlage im Ausland verbessert sich. Wir nehmen aus all diesen Überlegungen an, daß die optimistische Variante im Expertengutachten – reale Zunahme der Exporte im Jahr 1979 wie im letzten Jahr, also um etwa 5% – verwirklicht werden dürfte.

Tourismus

Im vergangenen Jahr verzeichnen die Übernachtungen einen Rückgang von 2,8%. Die Zahl der Ausländer bildete sich um 4,7% zurück, während die der Inländer auf dem Vorjahresniveau verharrte. Das Ergebnis ist wohl wesentlich auf die Wechselkursentwicklung, aber auch auf die lange Zeit ungünstige Witterung zurückzuführen.

Die Wintersaison wird als eher ungünstig geschildert; die Januarzahlen der Übernachtungen ergeben nach den ersten Hochrechnungen einen Rückgang von rund 16%, dagegen werden für die Sommersaison vorläufig gute Buchungsergebnisse gemeldet.

4. Öffentliche Haushalte 1979

Von den öffentlichen Haushalten werden weder in diesem noch in den kommenden Jahren wesentliche Impulse auf die Wirtschaftstätigkeit ausgehen. Auf der einen Seite wird beim Bund der Erreichung des Budgetausgleichs bis anfangs der achtziger Jahre erste Priorität zukommen. Auf der anderen Seite hat die Infrastruktur in den Gemeinden einen Stand erreicht, der ein deutliches Ansteigen dieser Investitionen in der nächsten Zeit als unwahrscheinlich erscheinen läßt.

Die Ausarbeitung der Voranschläge von Bund, Kantonen und Gemeinden für das Jahr 1979 stand im Spannungsfeld der kurzfristigen konjunkturellen Aspekte einerseits und der mittelfristigen finanzpolitischen Zielsetzungen andererseits. Mittelfristig geht es um die Beseitigung der Ungleichgewichte, d.h. um die Anpassung der staatlichen Ausgaben an die infolge der geringeren wirtschaftlichen Aktivitäten nur noch langsam wachsenden Steuereinkünfte. Die Gemeinden und weitgehend auch die Kantone können heute ihre Ausgaben durch

Einnahmen bereits voll decken; beim Bund hingegen ist das Haushaltgleichgewicht noch nicht wieder hergestellt worden. Durch die Erschließung neuer Bundeseinnahmen (Finanzpaket) und die Rückbildung des Ausgabenwachstums soll dieses Ziel in den nächsten Jahren schrittweise erreicht werden.

Beim Bund werden nach dem Budget 1979 die Ausgaben schneller als die Einnahmen wachsen. Es wird ein Anstieg der Ausgaben um 2,2% (361 Mio Franken) auf total 16,1 Mrd Franken erwartet. Dabei fällt vor allem die Erhöhung der Kantonsanteile an Bundeseinnahmen ins Gewicht, die nach der auf ein Jahr beschränkten Kürzung um 15% im Rahmen der Finanzmaßnahmen 1977 wieder in gesetzlicher Höhe auszurichten sind. Höhere Aufwendungen erfordert als Folge von Kursverlusten auch die Exportrisikogarantie. Im Zuge der erneuten Ausgabenkürzungen wurden auch die investiven Ausgaben (Investitionen, Investitionsbeiträge sowie Darlehen und Beteiligungen) etwas gekürzt. Der Investitionsbedarf des Bundes reduziert sich um 2% auf 2,4 Mrd Franken oder auf 14,6% (1978: 15%) der gesamten budgetierten Ausgaben.

Bei den Bundeseinnahmen wird nur eine bescheidene Zunahme von 224 Mio Franken oder 1,5% auf 15,3 Mrd erwartet. Davon entfallen 150 Mio Franken auf eine erstmals seit 1969 wieder budgetierte Gewinnablieferung der PTT-Betriebe an die Bundeskasse. Die Zunahme der Fiskaleinnahmen könnte aus konjunkturellen Gründen etwas schwächer ausfallen.

Wie beim Bund zeigen auch die Budgets der Kantone und Gemeinden ein geringeres Ausgabenwachstum. Allerdings erwarten die Gemeinden 2,1% Mehreinnahmen (Mehrausgaben +2,1%) und die Kantone gar zusätzliche Einnahmen von 5,1% (Mehrausgaben +2,8%).

Die Gesamtausgaben von Bund, Kantonen und Gemeinden (nach Abzug der Doppelzählungen) erhöhen sich gegenüber dem Voranschlag von 1978 um 1059 Mio Franken oder 2,4%. Nachdem die Teuerungsraten für das Jahr 1979 beim öffentlichen Konsum auf 1,5% und bei den Bauten auf 3,5% geschätzt werden, dürften die öffentlichen Ausgaben im laufenden Jahr real leicht zunehmen.

Für das Jahr 1979 budgetieren Bund, Kantone und Gemeinden zusammen im Vergleich zu den Rechnungsabschlüssen ein hoch erscheinendes Defizit von 2,1 Mrd Franken. Wie im Vorjahr sind somit rund 5% der Ausgaben nicht durch laufende Einnahmen gedeckt; noch 1977 hatte die budgetierte Deckungslücke fast 9% betragen. Auf den Bund entfallen mit 1,3 Mrd Franken rund 60% des Gesamtdefizits 1979, während die Gemeinden insgesamt ein ausgeglichenes Budget aufweisen. Grundsätzlich kann gesagt werden, daß sich die Lage im öffentlichen Sektor immer mehr normalisiert und nicht mehr weit von einer gleichgewichtigen Entwicklung entfernt ist. Diese Normalisierung wird mittelfristig einen günstigen Einfluß auf die Investitionstätigkeit ausüben, da nun die Gewißheit immer mehr wächst, daß in der

nächsten Zeit gesamthaft mit keinen weiteren ins Gewicht fallenden Steuererhöhungen gerechnet werden muß. Eine Betrachtung der Finanzhaushalte der öffentlichen Hand seit Mitte der sechziger Jahre zeigt, daß das Budgetdefizit nicht auf ein schwaches Ansteigen der Steuereinnahmen zurückzuführen ist, sondern das Ergebnis der besonderen Konstellation der öffentlichen Haushalte während der Zeit mit starkem Bevölkerungswachstum und Inflation war. Da nun sowohl das Bevölkerungswachstum als auch die Inflation mehr oder weniger zum Stillstand gekommen sind, werden sich die Ausgaben in der nächsten Zeit ungefähr im Einklang mit den Steuereinnahmen entwickeln. Es ist keine Frage, daß es wünschbar wäre, den Bundeshaushalt ins Gleichgewicht zu bringen.

5. Sozialprodukt und Arbeitsmarkt

Die gesamthaft nicht ungünstige Beurteilung der Nachfragefaktoren hat zur Folge, daß das Bruttoinlandprodukt und die Einfuhren wohl stärker zunehmen werden, als es im letzten Herbst den Anschein machte. Die Wechselkursstabilisierung hat das Erwartungsbild und die effektiven Wachstumschancen verbessert.

Die Arbeitsmarktlage beginnt sich zu normalisieren. Die Zahl der Ganzarbeitslosen ist im Februar innert Monatsfrist auf schätzungsweise 15 000 zurückgegangen; bei der Teilarbeitslosigkeit dürfte der Abbau zögernder verlaufen.

Die Beurteilung von Wirtschaftslage und Wirtschaftsaussicht kulminiert in der Gretchenfrage nach Preisen und Löhnen. Teuerungsfaktoren sind unübersehbar. Der Lebenskostenindex im Monat Februar bezeichnet eine Teuerung innert Monatsfrist von 1%, im Vorjahresvergleich von 2,1%. Daran sind eigentliche Kostenelemente beteiligt (Benzin, Heizöl), aber auch andere Faktoren.

6. Kapitalmarkt

Diese Hinweise leiten über zu Betrachtungen über die Kapitalmarktlage. Es ist ein auffälliger Vorgang, daß in der gegenwärtigen Wirtschaftsphase nicht die Geldmarkt-, sondern die Kapitalmarktsätze eine Tendenz zu einer gewissen Erhöhung aufweisen. Der Vorgang ist nicht ohne weiteres verständlich, es sei denn, daß, wie behauptet wird, Teuerungsüberlegungen maßgeblich beteiligt sind. Es scheint, daß der 2¼-Prozenter nicht mehr aktuell ist. Es ist uns eben noch gelungen, das Bundesanleihen von 250 Mio Franken zu diesem Zinssatz, zu einem eher hohen Emissionspreis von 100.50 und mit einer Laufzeit von 12 Jahren erfolgreich zu plazieren. Es hat sich da immerhin in einer heiklen Situation bestätigt, daß der Bund nach wie vor als Topschuldner gilt. Sollte sich, wie man annehmen muß, nunmehr eine Wendung zum dreiprozentigen Anleihenstypus und mit kürzeren Laufzeiten ergeben, dann müßte auch der Bund sich diesem Trend beugen. Wir sind allerdings bestrebt, die

Bewegung zu verzögern und tragen dazu bei, daß sich der Markt auf ein neues Gleichgewicht einspielt. Zu einem stärkeren Zinsanstieg, auch wenn man die sich abzeichnenden Teuerungsfaktoren berücksichtigt, besteht kein Anlaß, da sowohl die Geldflüssigkeit als auch das Kapitalangebot überreichlich sind. Allenfalls wird man die Laufzeiten wiederum, wie das letztes Jahr auch eine Zeitlang der Fall war, verkürzen müssen, wobei allerdings die Kassenobligationen nicht tangiert werden sollten.

Die Durchschnittsrendite der Bundesobligationen hat sich von 3,04% Mitte Dezember auf 2,98% in der ersten Dekade Januar zurückgebildet, liegt jetzt aber mit 3,08% um weniges über diesem Januartiefststand, wobei zu berücksichtigen ist, daß auf Beginn des neuen Jahres die Zusammensetzung der in Betracht fallenden Obligationen aufgrund der Laufzeiten geändert hat; es werden jeweils die Anleihen mit Restlaufzeiten von 5-12 Jahren in den «Korb» aufgenommen.

Zusammenfassend geben wir uns Rechenschaft, daß die Kapitalmarktentwicklung alle Aufmerksamkeit verdient. Es wird unser Bestreben sein zu verhindern, daß von dieser Seite her konjunkturell und teuerungsmäßig unerwünschte Belastungen entstehen.

C. Probleme der schweizerischen Währungslage

Seit der letzten Sitzung des Bankrats im Dezember 1978 ist es an den Devisenmärkten ruhiger geworden. Das Wechselkursproblem der schweizerischen Wirtschaft hat sich sowohl in bezug auf das Niveau der Kurse als auch in bezug auf das Ausmaß der Kursschwankungen entschärft.

Zu dieser Beruhigung hat die mit einem Maßnahmenpaket der Vereinigten Staaten am 1. November 1978 eingeleitete Stärkung des Dollars maßgebend beigetragen. Das weltweite Mißtrauen gegenüber der amerikanischen Währung, das im September 1978 seinen Höhepunkt erreichte, scheint überwunden zu sein. Dies hat auch die Stabilität der europäischen Währungen gefördert, zu der die Vereinbarungen über das Europäische Währungssystem (EWS) beitragen. Das EWS konnte zwar wegen agrarpolitischen Differenzen nicht auf den vorgesehenen Termin in Kraft gesetzt werden, doch haben sich die betreffenden Notenbanken bereits entsprechend verhalten.

Die Beruhigung der Devisenmärkte hat sich sehr zum Vorteil der schweizerischen Wirtschaft ausgewirkt und eine Normalisierung des Frankenkurses gegenüber den maßgebenden Währungen ermöglicht. Seit seinem Höchststand im September hat sich der Franken nicht nur gegenüber der D-Mark und dem Dollar, sondern auf breiter Front abgeschwächt. Der Außenwert des Frankens dürfte gegenüber dem Durchschnitt der maßgebenden Währungen real (unter Berücksichtigung der Unterschiede in der Entwicklung der Preisniveaus) etwa dem Stand vor Jahresfrist entsprechen. Wenn der Frankenkurs auch noch nicht den Wunschkursvorstellungen mancher Teile der Wirtschaft entspricht, so hat seine Entwicklung seit dem letzten Herbst doch zu einer wesentlich zuversichtlicheren Beurteilung der Zukunftsaussichten geführt.

Die Abschwächung und Stabilisierung des Frankenkurses war die Folge einer deutlichen Akzentverschiebung der Geldpolitik. Seit Anfang Oktober 1978 hat die Nationalbank die Notenbankgeldmenge zusätzlich um mehrere Milliarden Franken erhöht, und auch die Geldmenge im engeren Sinne (M_1) ist in ähnlichem Ausmaß überhöht. Diese Akzentverschiebung war wegen der Bedrohlichkeit der Wechselkursentwicklung im September 1978 unerlässlich. Sie hatte zunächst keine inflatorischen Auswirkungen, da die der Geldschwemme innewohnenden Inflationsimpulse durch die deflatorischen Effekte des überhöhten Wechselkurses kompensiert wurden.

Inzwischen wird die Stabilität des Preisniveaus durch die Entwicklungen auf dem Erdölmarkt und die Verteuerung bestimmter Inlandwaren und Dienstleistungen gefährdet. Ferner hat die Senkung und dann Stabilisierung des Frankenkurses zur Folge, daß sich nicht nur die Sonderbewegung der Erdölpreise, sondern auch die allgemeine Erhöhung der ausländischen Preisniveaus auf den schweizerischen Markt übertragen und der ausländische Konkurrenzdruck schwächer wird. Aus diesen Gründen sind die Großhandelspreise und die Konsumentenpreise in jüngster Zeit deutlich gestiegen.

Daher ist in der Geldpolitik nun größere Vorsicht am Platz. Durch die Marktkräfte sich ergebende Möglichkeiten, den Liquiditätsüberhang behutsam zu vermindern, werden in nächster Zeit genutzt werden müssen. Sollte aber wieder Unruhe am Devisenmarkt einkehren, so würde die Nationalbank einen ungerechtfertigten Kursanstieg des Schweizerfrankens nötigenfalls mit massiven Interventionskäufen am Devisenmarkt verhindern.