

# Bericht

des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank  
über die Wirtschafts- und Währungslage  
für die Sitzung des Bankrates vom 8. Juni 1979

## A. Lage der Weltwirtschaft

### 1. Konjunkturelle Lage und Aussichten in den wichtigsten OECD-Ländern

Das OECD-Sekretariat prognostizierte für das Jahr 1979 eine Verstärkung der bereits 1978 festgestellten Unterschiede in der konjunkturellen Entwicklung der Vereinigten Staaten einerseits und in Westeuropa und Japan andererseits. Die heute verfügbaren Konjunkturindikatoren scheinen diese Prognose für das 1. Quartal 1979 zu bestätigen.

Die Konjunkturbelebung hat sich in den großen europäischen Ländern und vor allem in Japan in den letzten Monaten deutlich gefestigt. Dies ist in beträchtlichem Ausmaß auf die immer noch starke Zunahme der Inlandnachfrage zurückzuführen. In den Vereinigten Staaten hat sich die Konjunkturentwicklung verlangsamt, wenn auch nicht so stark wie erwartet. Die Verlangsamung der amerikanischen Konjunktur brachte eine Verbesserung der Außenhandelsposition. Das Handelsbilanzdefizit erreichte im ersten Quartal mit 5,2 Mrd Dollar nur rund die Hälfte des Defizits des Vorjahresquartals.

Die Aussichten auf eine Beschleunigung und Annäherung des Wirtschaftswachstums verschiedener Länder sind heute mit großer Unsicherheit behaftet. Der Hauptgrund liegt in der damit verbundenen Inflationsgefahr. Die Teuerung hat sich in den letzten Monaten vor allem in den Hartwährungsländern deutlich verstärkt. In diesen Ländern, die heute im Unterschied zum Vorjahr einen Importpreisanstieg erfahren, weisen die Großhandelspreise die stärksten Steigerungsraten auf. Während die Importpreise bis 1978 im Zuge der anhaltenden Aufwertung der Hartwährungen in der Regel kontinuierlich fielen, tendieren sie heute unter dem doppelten Einfluß der Kursfestigung des Dollars und des Preisanstiegs einer großen Anzahl industrieller Erzeugnisse, insbesondere der Erdölprodukte, nach oben.

Diese Entwicklung zeichnet sich vor allem in Japan und der Bundesrepublik ab. Der deutsche Großhandelspreisindex beispielsweise lag Ende März rund 5% über dem Wert des Vorjahresquartals. In den Vereinigten Staaten hat der Preisauftrieb hingegen leicht nachgelassen. Dabei ist allerdings hervorzuheben, daß der Anstieg der Großhandelspreise im ersten Quartal 1979 auf Jahresbasis immer noch rund 14% betrug. Der Anstieg der Detailhandelspreise hingegen erreichte im ersten Quartal 1979 einen Jahreswert von rund 13%, was im Vergleich zur Preissteigerungsrate des ersten Quartals 1978 von 8,9% eine ernstzunehmende Verschlechterung darstellt.

Der im März gefällte Entscheid der OPEC, den Erdölpreis bereits auf den ersten April – statt wie ursprünglich vorgesehen stufenweise bis zum ersten Oktober – zu erhöhen, wird ebenfalls nicht ohne Einfluß auf die Preisniveaus bleiben. Die Vereinbarung der Produzentenländer, anstelle des bisherigen Referenzpreises eine Preisuntergrenze festzulegen, die je nach Marktlage überschritten werden dürfte, könnte die preistreibende Wirkung wesentlich verstärken. Der durchschnittliche Ölpreisanstieg im Jahre 1979, der vor den im März gefaßten Beschlüssen auf 10% veranschlagt wurde, wird zurzeit auf 12,5% geschätzt. Unter Berücksichtigung der Preiszuschläge, die die meisten OPEC-Staaten bereits angekündigt haben, ist zu befürchten, daß die berechneten Minimalwerte noch übertroffen werden. Das OECD-Sekretariat schätzt die durchschnittliche Erdölpreiserhöhung im laufenden Jahr auf 18,5% und in der Periode vom vierten Quartal 1978 bis zum vierten Quartal 1979 auf 23,5%.

Die jüngsten Beschlüsse der OPEC dürften die Inflationsraten der Industrieländer um durchschnittlich 0,6 Prozentpunkte erhöhen. In ihrer Lagebeurteilung ging die OECD davon aus, daß sich die westlichen Länder zunehmend bemühen könnten, ihre Abhängigkeit von der Energieeinfuhr zu reduzieren. Dazu könnte vor allem der Anfang März von der meisten OECD-Ländern im Rahmen der internationalen Energieagentur (IEA) unterzeichnete Vertrag beitragen, der eine Senkung des Energiekonsums um 5%, bzw. rund 2 Mio. Tonnen pro Tag bezweckt.

Die steigenden Inflationserwartungen dürften in den nächsten Monaten in zahlreichen Ländern auf die Löhne und Lohnkosten durchschlagen. Die OECD prognostiziert eine Zunahme der Arbeitnehmerinkommen von 10% (1978: 8,75%) in der gesamten Zone. Dabei dürfte der Lohnstückkostenanstieg in den großen Ländern am ausgeprägtesten sein. Die bedeutendste Ausnahme ist die Bundesrepublik Deutschland, in der eher eine leichte Abschwächung der Zuwachsraten der Tariflöhne erwartet wird. Hingegen deuten alle Anzeichen daraufhin, daß sich die Inflationsbeschleunigung in den Vereinigten Staaten auf die Lohnforderungen auswirken wird. In den kleinen Ländern dürfte der Druck auf die Löhne und die übrigen Kosten etwas nachlassen und zu einer Produktivitätsverbesserung führen.

Neben der Inflation könnten die mit der Wende in der OPEC-Politik verbundenen Unsicherheiten die Ertragsbilanzungleichgewichte der OECD-Länder ansteigen lassen. Während der gesamte OECD-Raum 1978 einen Ertragsbilanzüberschuß von über 2,5 Mrd Dollar aufwies, prognostiziert die OECD heute für das laufende Jahr ein Defizit von rund 2 Mrd Dollar.

## 2. Die internationale Währungssituation

Die Kursauschläge der wichtigsten Währungen in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres lassen sich im nachhinein als ausgeprägte Überreaktion auf unterschiedliche wirtschaftspolitische Maßnahmen wichtiger Länder identifizieren (siehe Tabelle 1). Die rasche Erholung des Dollarkurses hat die Devisenmärkte überrascht.

**Tabelle 1: Handelsgewichtete Wechselkursentwicklung**

Veränderungen in %	nominal		real <sup>1</sup>	
	11.77 bis 27.10.78	27.10.78 bis 13.4.79	11.77 bis 10.78	10.78 bis 3.79
	US-Dollar	-10,1	+ 4,1	- 6,7
Yen	+27,3	-14,3	+16,8	-12,9
Schweizerfranken	+22,9	- 7,6	+18,7	-10,9
Deutsche Mark	+ 6,4	- 1,2	+ 1,6	+ 0,0
Franz. Franken	- 1,4	- 0,8	+ 4,8	+ 0,6
Lira	- 8,6	+ 0,2	- 3,3	+ 2,1
Brit. Pfund	- 4,4	+ 8,3	- 1,1	+ 5,2

<sup>1</sup> bereinigt mit den Großhandelspreisen

Quelle: Morgan Guaranty, World Financial Markets

Der Kurs des Dollars verbesserte sich von Ende Oktober bis Mitte April handelsgewichtet um 4,1% und kompensierte damit fast die Hälfte der von November 1977 bis Ende Oktober 1978 erlittenen Kurseinbuße von 10,1%. Besonders ausgeprägt war seit Ende Oktober der bilaterale Kursanstieg des Dollars gegenüber den Hartwährungen: Der Dollar wertete sich in dieser Zeit gegenüber dem Yen um 23,2%, gegenüber dem Schweizerfranken um 17,1% und gegenüber der Deutschen Mark um 10,5% auf.

Dies ist um so bemerkenswerter, als die Zentralbanken der Bundesrepublik Deutschland, der Schweiz und Japans einen beträchtlichen Teil der Ende 1978 zur Kursstützung absorbierten Dollars inzwischen wieder abgestoßen haben. Die USA ihrerseits konnten die zur Kursstützung gegenüber anderen Zentralbanken eingegangenen Swapverbindlichkeiten weitgehend abbauen. Anfang April hat das amerikanische Schatzamt außerdem den Restbetrag der auf Schweizerfranken lautenden Schatzanweisungen (sogenannte Roosa bonds) zurückbezahlt.

Die von den amerikanischen Behörden in Zusammenarbeit mit anderen Zentralbanken ergriffenen Währungsmaßnahmen von Anfang November stellten das Vertrauen in den Dollar wieder her. Dies führte zu einem Rückfluß privater Kapitalströme in die USA im ersten Quartal 1979, nachdem im vierten Quartal 1978 noch ein Kapitalabfluß zu verzeichnen gewesen war. Der Kapitalimport dürfte so lange anhalten, als die Zinsdifferenzen groß bleiben und keine großen Wechselkursänderungen erwartet werden.

Einen starken Kursanstieg von handelsgewichtet 8,3% erfuhr seit Ende Oktober auch das britische Pfund, während die Kurse des Yen und des Schweizerfrankens in dieser Zeit um handelsgewichtet 14,3% und 7,6% fielen (siehe Tabelle 1). Die Deutsche Mark wurde von den Kursauschlägen des letzten Jahres weit weniger berührt als andere Hartwährungen und erlitt demzufolge seit Oktober eine viel geringere Kurseinbuße von handelsgewichtet nur 1,2%. Die Länder, deren Währungen im letzten Halbjahr ausgeprägte Kursveränderungen erfuhr, weisen alle ein im internationalen Vergleich ausgeprägt tiefes (Aufwertungsländer) oder hohes (Abwertungsländer) Niveau der kurzfristigen Zinssätze auf.

Die internationale Wettbewerbsfähigkeit, gemessen am realen Wechselkurs (siehe Tabelle 1), hat sich von Oktober bis März im Vereinigten Königreich, in den Vereinigten Staaten, in Italien und Frankreich etwas verschlechtert, während sie sich in Japan und der Schweiz stark verbesserte. Die internationale Wettbewerbsposition Japans hat sich wieder auf das Niveau von Ende 1977 erholt.

Am 13. März 1979 wurde das Europäische Währungssystem (EWS) in Kraft gesetzt. Auf die kürzeste Formel gebracht, sieht das System die Wiedereinführung fester, aber anpassungsfähiger Wechselkurse in Europa vor, wobei zusätzlich Grenzen für die Abweichungen der Kurse einzelner Währungen vom Kursdurchschnitt (ECU) festgelegt wurden. Außerdem sind der Ausbau der in der EG bestehenden Kreditfazilitäten für die beteiligten Zentralbanken und eine bessere Koordinierung der nationalen Wirtschaftspolitiken vorgesehen. Die in den EG-Ländern festzustellende Bereitschaft zur stabilisierungspolitischen Annäherung gibt dem System eine gute Erfolgchance. Immerhin ist zu beachten, daß im EWS kaum stabilisierungspolitische Disziplinierungsautomatismen eingebaut sind. Neben der Erwartung, daß bei Überschreiten der Abweichungsschwellen stabilisierungspolitische Maßnahmen ergriffen werden, und den wirtschaftspolitischen Auflagen bei gewissen Krediten enthält das System in diesem Bereich lediglich Absichtserklärungen.

Bei der Beurteilung des EWS wird sich der Blickwinkel somit auf die Stabilität der beteiligten Währungen richten müssen. Seit 1975 ist zweifellos eine Annäherung der Inflationsraten der EG-Länder auf tieferem Niveau festzustellen, obwohl die Inflationsdifferenzen heute immer noch größer sind als 1972 bei Inkraftsetzung der Schlange. Die Teuerungsprognosen der am EWS beteiligten Länder für das laufende Jahr lassen allerdings eine leichte Zunahme der Inflationsdifferenzen bei generell zunehmender Teuerung erwarten. Die Differenz zwischen der höchsten und der tiefsten Inflationsrate der EG-Länder betrug 1977 13,1 Prozentpunkte, um 1978 auf 9,5 Prozentpunkte zu fallen und im laufenden Jahr voraussichtlich auf 9,9 Prozentpunkte anzusteigen.

In den ersten sechs Wochen seit Inkraftsetzung des EWS sind bereits einige Währungen an die Bandbreitengrenze gestoßen: Der belgische Franken erreichte die

untere Interventionsgrenze gegenüber der dänischen Krone, der Lira und dem irischen Pfund. Als Interventionswährung wurde fast ausnahmslos die Deutsche Mark verwendet. Die Divergenzschwelle hingegen wurde im Berichtszeitraum von keiner Währung überschritten, weil die wichtigen Währungen im System keine starken Abweichungen von ihren Leitkursen erfuhren.

### 3. Die monetäre Entwicklung der westlichen Industrieländer

Die monetäre Entwicklung im ersten Quartal 1979 war einerseits durch die Stabilität der Wechselkurse und andererseits durch die Beschleunigung der Inflation gekennzeichnet. Einzelne Notenbanken haben auf die erneuten Teuerungsimpulse mit restriktiven Maßnahmen reagiert, allerdings mit unterschiedlicher Intensität.

In den *Vereinigten Staaten von Amerika*, wo im ersten Quartal der Konsumgüterpreisindex mit einer Jahresrate von 13% anstieg, ist eine Kontroverse über den zukünftigen Kurs der Geldpolitik ausgebrochen. Während das Federal Reserve an dem im November 1978 begonnenen Anti-Inflationsprogramm festhalten will, haben namhafte Vertreter der Regierung einen noch restriktiveren geldpolitischen Kurs gefordert.

Die amerikanische Geldpolitik der letzten Zeit ist gegenwärtig nur schwer zu beurteilen. Durch technische und gesetzliche Änderungen auf den Finanzmärkten ist die Bedeutung der monetären Größen, insbesondere der Geldmenge  $M_1$ , verändert worden. Immerhin kann festgehalten werden, daß die verschiedenen Geldmengenaggregate und die bereinigte monetäre Basis im ersten Quartal 1979 eine restriktivere Geldpolitik indizieren. So sank beispielsweise die Jahreswachstumsrate der bereinigten monetären Basis von 8,3% im vierten Quartal 1978 auf 5,5% im ersten Quartal 1979. Die Geldmenge  $M_1$  wuchs in den entsprechenden Quartalen mit einer Jahresrate von 1,3% bzw. -2,4%, wobei dieser Rückgang aber teilweise auf die Einführung des «Automatic Transfer System» zurückzuführen ist.

Im Gegensatz zu den verschiedenen Geldmengenaggregaten hat das Kreditvolumen im letzten Quartal 1978 stark zugenommen. Die Kredite erhöhten sich im Dezember mit einer Jahresrate von 11,1% (neuere Daten sind nicht verfügbar). Inwiefern das Federal Reserve mit einer gezielten Zinspolitik die Kreditnachfrage einschränken will, ist noch unklar, denn der in den letzten Monaten zu beobachtende Zinsanstieg ist nicht nur die Folge einer restriktiveren Geldpolitik, sondern auch das Resultat einer gesteigerten Kreditnachfrage zur Finanzierung des Lageraufbaus und zunehmender Inflationserwartungen.

Die verschiedenen geldpolitischen Maßnahmen in den USA haben dazu beigetragen, daß das Vertrauen in die amerikanische Geldpolitik wieder zurückkehrte und sich der US-Dollar erholte. Die Wechselkursanpassungen erlaubten den Hartwährungsländern, ihren geldpolitischen Kurs zu korrigieren und wieder vermehrt mit den längerfristigen Zielen in Einklang zu bringen.

Die *Deutsche Bundesbank* hat sich angesichts des in diesem Jahr zu erwartenden Wirtschaftsaufschwungs und der ersten inflationären Anzeichen wieder für eine restriktivere Geldpolitik entschieden. Zu diesem Zwecke setzte sie bereits im Januar den Lombardsatz um  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt hinauf. Ende März erhöhte sie den Lombard- und Diskontsatz um einen Prozentpunkt auf 4 bzw. 5%. Mit diesen Maßnahmen sollte nicht zuletzt auch eine allzu ausgeprägte Abschwächung der D-Mark verhindert werden. Als Folge der verschiedenen geldpolitischen Maßnahmen sank die Zuwachsrate der Geldmenge  $M_1$  von noch knapp 15% im Dezember 1978 auf 10,8% im März 1979, während in der gleichen Periode die Geldmarktsätze stark anstiegen.

Ebenfalls die Sorge um die Abwertung der eigenen Währung, verbunden mit Anzeichen steigender Teuerungsraten, veranlaßten die *Bank von Japan* den Diskontsatz von 3,5% auf 4,25% anzuheben. Dies war die erste Erhöhung des Diskontsatzes seit Dezember 1973. Die Entwicklung des Preisniveaus hat sich in jüngster Zeit drastisch geändert. Die Großhandelspreise, die im letzten Jahr noch rückläufig gewesen waren, haben im März 1979 bereits wieder um 7,6% gegenüber dem Vorjahr zugenommen. Offenbar hat die Abwertung von 178 Yen per Dollar im Oktober 1978 auf über 200 Yen per Dollar im ersten Quartal 1979, gekoppelt mit einer Erdölpreiserhöhung, bereits auf den inländischen Markt durchgeschlagen. In dieser Situation hat sich die Bank von Japan für eine restriktivere Geldpolitik entschieden.

In *Großbritannien* erreichte die Inflationsrate im März 9,8%. Damit ist die britische Teuerung nach einem Tiefstand von 7,4% im Juni 1978 kontinuierlich gegen 10% geklettert. Die Bank of England hat auf diese Entwicklung des Preisniveaus bereits gegen Ende 1978 reagiert. Durch die Heraufsetzung des Diskontsatzes im Dezember und im März auf 13% und durch eine Verknappung der Liquidität konnte die monetäre Expansion gebremst werden. Die Wachstumsraten der Geldmengen  $M_1$  und  $M_2$  gingen in der Folge rasch zurück und erreichten im März noch um die 11%. Damit liegt die Wachstumsrate der Geldmenge  $M_2$  wieder in dem für dieses Jahr festgelegten Zielbereich von 8-12%.

Die restriktive britische Geldpolitik führte zu einer Befestigung des Pfundkurses. Um seinen Anstieg zu bremsen, kaufte die Bank of England in bedeutendem Umfang Devisen, was die Geldmengenpolitik zu unterlaufen drohte. Anfang April wurden die Devisenkäufe praktisch wieder eingestellt. Die britische Wirtschaft hat auf den Pfundanstieg unterschiedlich reagiert. Während die einen darin eine Chance sehen, die Inflation zu überwinden, ist die Aufwertung für viele britische Exporteure Anlaß zur Klage, da sie neben ihr auch die hohen Lohnforderungen der Gewerkschaften und die hohen Inlandszinsen zu verkraften haben.

In *Frankreich* begann das Jahr 1979, geldpolitisch gesehen, unvorteilhaft. Nicht nur belief sich im Januar die Wachstumsrate der Geldmenge  $M_2$  auf über 13%, sondern auch die Inflationsrate stieg an und erreichte im

März 10,1%. Die französische Notenbank hat auf diese Entwicklung noch nicht reagiert.

#### 4. Auswirkungen der Erdölpreiserhöhungen

Rohstoffpreise sind bekanntlich außerordentlich variabel, was die beiden Erdölschocks von 1973 und 1978/79 eindrücklich belegten. Für die Geldpolitik stellt sich die zentrale Frage, wie auf Preisveränderungen dieser Art zu reagieren ist.

Die starken Preiserhöhungen beim Erdöl<sup>1</sup> bedeuten eine erhebliche Verschiebung im relativen Preisgefüge. Die Währungsbehörden können auf solche von außen gegebenen Preisveränderungen innerhalb eines Spielraums operieren, der einerseits durch ein absolutes Festhalten am gewählten Ziel der Preisniveaustabilität und andererseits durch ein völliges Durchschlagen der Ölpreisveränderungen auf das inländische Preisniveau begrenzt ist. Im ersten Fall müßte die Nationalbank an ihrem Geldmengenziel festhalten. Die Preissteigerungen bei den Erdölprodukten müßten durch Preissenkungen bei anderen Gütern kompensiert werden. Im zweiten Extremfall würde die Nationalbank ihr Geldmengenziel revidieren und die Geldmenge im Ausmaß des zusätzlichen Finanzierungsbedarfs der Erdölprodukte über das geplante Niveau ansteigen lassen. Dies würde ein vorübergehendes Ansteigen der Inflationsrate im Umfang der exogen bedingten Preisveränderung zulassen.

Eine optimale Politik muß bestrebt sein, die durch die notwendigen Anpassungsprozesse verursachten volkswirtschaftlichen Kosten möglichst gering zu halten. Als Entscheidungsgrundlage dienen dabei die Wirkungen, die von den Erdölpreiserhöhungen auf das Preisniveau, das reale Wachstum und die Ertragsbilanz zu erwarten sind.

Betrachtet man die Entwicklung der Preise der beiden für die Konsumenten wichtigsten Erdölprodukte – Superbenzin und Heizöl extra leicht – in Rotterdam seit Anfang der siebziger Jahre, so fällt auf, daß die Preise 1978/79 in US-Dollars nur halb so stark gestiegen sind wie 1973.

Für die Schweiz präsentiert sich die Situation etwas anders. Während 1973 und insbesondere in den folgenden Jahren die Wechselkursentwicklung den Preisauftrieb, ausgedrückt in Dollar, wegen der Aufwertungstendenz des Schweizerfrankens dämpfte, fielen die letzten Preiserhöhungen in eine Phase eines stabilen oder eher fallenden Außenwertes unserer Währung. Demzufolge wurden die letzten internationalen Preisbewegungen eher akzentuiert.

Beim Heizöl, das fiskalisch außerordentlich gering belastet wird, schlägt diese Wirkung fast voll auf die Preise

im Inland durch, so daß bei dieser Komponente die Intensität der Preisbewegungen 1978/79 auf rund 60% derjenigen von 1973 veranschlagt werden muß.

Superbenzin ist zuseit mit ca. 60 Rp. pro Liter besteuert. Da der überwiegende Teil dieser Steuern in einem bestimmten Betrag pro Mengeneinheit und nicht als Prozentsatz des Preises ausgedrückt wird, führt dies dazu, daß der Andienungspreis im Inland weit weniger stark schwankt als der Weltmarktpreis. Dementsprechend stellen wir denn auch bei der letzten Preisrunde eine rund sechsprozentige Erhöhung gegenüber rund 14% vor sechs Jahren fest.

Bei mehr oder minder konstanten Wechselkursen und Transportkosten führt eine zehnpromtente Erhöhung des Weltmarktpreises für Erdölprodukte in Rotterdam kurzfristig zu einer Erhöhung ähnlichen Ausmaßes des Heizölpreises in der Schweiz und zu einer solchen von ungefähr 4% beim Superbenzin. Zusammen ergibt sich eine Auswirkung auf den Konsumentenpreisindex von rund 0,4 Prozentpunkten. Diese reinen Kostenüberlegungen führen jedoch langfristig mit Sicherheit zu einer Überschätzung der Preiseffekte, da nach einer gewissen Zeit die Nachfrageeffekte preisdämpfend wirken. Die letzte Preisrunde in Rotterdam dürfte unter Berücksichtigung aller Effekte mit weniger als 2 Prozentpunkten auf unsere Lebenshaltungskosten durchschlagen.

Neben den direkten Auswirkungen führt die Erdölpreiserhöhung auch indirekt über die Produktionskosten bei den übrigen Gütern zu einer Zunahme des Preisniveaus. Diese Auswirkungen, welche mit einer zeitlichen Verzögerung eintreten, lassen sich jedoch kaum quantifizieren.

Im Anschluß an den Erdölschock von 1973/74 wurden die gesamtwirtschaftlichen Effekte der Energiepreissteigerung für die ölimportierenden Länder im Detail untersucht.<sup>1</sup> Das Ergebnis läßt sich wie folgt zusammenfassen: Die Verteuerung eines so wichtigen Produktionsfaktors wie des Erdöls relativ zu den übrigen Güterpreisen hat, wie bereits dargelegt, eine einmalige Erhöhung des Preisniveaus zur Folge. Überdies ist eine permanente Reduktion der betrieblich-ökonomischen Kapazitäten und damit des Produktionspotentials bzw. der gesamtwirtschaftlichen Produktivität zu erwarten. Zudem treten Verschiebungen in der Gesamtnachfrage auf.

Die wohl wichtigste Wirkung der Verteuerung des Produktionsfaktors Erdöl ist jene auf das gesamtwirtschaftliche Angebot. Die Preiserhöhung beim Erdöl wird bei den einzelnen Unternehmungen dazu führen, daß die bisher produzierten Mengen zu einem höheren Preis angeboten werden. Dies führt bei einer gegebenen Gesamt-

<sup>1</sup> Vgl. R.H. Rasche und J. A. Tatom, «The Effects of the New Energy Regime on Economic Capacity, Production and Prices» sowie die dort angegebenen Literaturhinweise. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, May 1977, S. 2-12.

nachfrage sowohl zu einer Erhöhung des Preisniveaus als auch zu einem Rückgang in der Produktion. Überdies werden die Unternehmungen wegen der starken Verschiebung in den relativen Preisen der Produktionsfaktoren ihren Produktionsapparat an die neuen Verhältnisse anpassen müssen, was wiederum mit gewissen realen Einbußen verbunden sein wird.

Daneben haben die Verschiebungen im Preisgefüge und die kurzfristig geringe Reagibilität des Verbrauchs von Benzin und Heizöl auf Preiserhöhungen auch zur Folge, daß Einkommen zugunsten der erdölexportierenden Länder umverteilt werden und dadurch andere inländische Sektoren über weniger Kaufkraft verfügen. Dadurch wird im Inland ein Rückgang der Konsumnachfrage und der durch sie induzierten Investitionstätigkeit ausgelöst.<sup>1</sup>

Die Auswirkungen auf Angebot und Nachfrage werden noch durch die internationale wirtschaftliche Verflechtung verschärft, indem auch die übrigen erdölimportierenden Länder in ähnlicher Weise von Erdölpreiserhöhungen betroffen werden. Die rückläufige Konsumnachfrage und abnehmende Investitionstätigkeit führt zu einer Reduktion des realen Einkommens. Dadurch nimmt die Nachfrage nach Importgütern ab. Die Exportindustrie kann deshalb wegen der schwächeren Auslandsnachfrage weniger exportieren, was zu einer weiteren Nachfrageschrumpfung und damit realen Einkommenseinbuße führt.

Massive Erdölpreiserhöhungen führen jedoch – wie erwähnt – auch dazu, daß die erdölproduzierenden Länder über mehr Einkommen verfügen. Dadurch erhöht sich die Nachfrage nach Importgütern aus den westlichen Industrieländern und Japan. Es eröffnen sich neue Absatzmärkte für die Industrien der erdölimportierenden Länder. Die Verteuerung des Erdöls hat weiter zur Folge, daß die Anstrengungen auf der Suche nach alternativen Energieträgern verstärkt werden. Die Investitionstätigkeit in diesem Sektor nimmt zu, was sich positiv auf die Gesamtnachfrage auswirkt. Für 1977 wurde geschätzt, daß die beiden oben erwähnten Faktoren eine Zunahme des Bruttosozialproduktes in den USA, Westeuropa und Japan um rund 1,5% bewirkten.<sup>2</sup>

Diese positiven Aspekte vermochten jedoch nicht zu verhindern, daß sich per Saldo die Erdölpreiserhöhungen 1973/74 negativ auf die wirtschaftliche Entwicklung der Industrieländer auswirkten. Die Vervierfachung des Erdölpreises führte zu einer wesentlichen Einschränkung der wirtschaftlichen Entwicklung. Das Wachstum des realen Bruttosozialproduktes 1973/74 verringerte sich infolge der

Erdölpreise in den USA und Westeuropa um über 2 sowie in Japan um über 3 Prozentpunkte.<sup>3</sup>

Die langfristigen Wirkungen dürften weniger stark sein, da einerseits die Wirtschaft sich mit zunehmender Zeitdauer besser an die Schocks anpaßt, andererseits mit einem anfänglichen Überschießen der Preise gerechnet werden muß. Generell zeigt sich also, daß auch längerfristig die massiven Erdölpreissteigerungen in den erdölimportierenden Ländern zu einer Einschränkung des realen Wohlstandes führen. Ferner wird die relative Verteuerung der Energieträger eine Einkommensumverteilung und strukturelle Änderungen der Wirtschaft zur Folge haben.

Aufgrund der Entwicklung in den letzten Monaten muß angenommen werden, daß im laufenden Jahr die wirtschaftliche Entwicklung der erdölimportierenden Länder erneut durch die beschriebenen Anpassungsprozesse beeinträchtigt wird. Bereits zeichnet sich eine Zunahme der Inflation für 1979 gegenüber dem Vorjahr ab. Der Landesindex der Konsumentenpreise in der Schweiz nahm im April 1979 gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat um 2,6% zu. Klammert man die Preise für Heizöl und Benzin aus, betrug die Zunahme indessen nur 1%. Auch andere Untersuchungen kamen zum Schluß, daß die Inflation 1979 infolge der Ölpreisentwicklung stärker zunehmen wird als im Vorjahr.

Die Verschiebung der realen Einkommen zugunsten der OPEC-Länder schlägt sich auch in den Ertragsbilanzen nieder. Dies zeigt sich in gemachten Schätzungen über die Entwicklung der Außenhandelspositionen im laufenden Jahr. Sowohl in der Handelsbilanz wie auch in der Ertragsbilanz der wichtigsten Industrieländer wird eine vorübergehende Abnahme der Überschüsse bzw. Zunahme der Defizite erwartet.

## **B. Schweizerische Konjunkturlage**

### **1. Privater Konsum**

Die im letzten Quartalsbericht aufgestellte Hypothese, wonach der Rückgang der Kleinhandelsumsätze im zweiten Semester 1978 hauptsächlich auf wechselkursbedingte Umsatzeinbußen in den Grenzregionen zurückzuführen sei, scheint sich aufgrund der seitherigen Entwicklung zu bestätigen. Die seit Jahresbeginn wieder positiven Jahreswachstumsraten der nominalen Kleinhandelsumsätze reflektieren keine Änderung der Konsumneigung, sondern vielmehr die seit längerer Zeit wieder zu beobachtende Stabilität der Wechselkurse.

Während bei Nahrungs- und Genußmitteln sowie bei Bekleidungsartikeln und Textilien im ersten Vierteljahr

<sup>1</sup> Vgl. Edward R. Fried and Charles L. Schultze: Higher Oil Prices and the World Economy, The Adjustment Problem, Washington 1975.

<sup>2</sup> Vgl. a.a.O., Higher Oil Prices and the World Economy, S. 29.

<sup>3</sup> Vgl. a.a.O., Higher Oil Prices and the World Economy, S. 21.

1979 nur geringfügig höhere nominale Umsätze erzielt wurden, fallen in den Sektoren Heizstoffe (Erdölpreiserhöhung), Möbel und Automobile die teilweise über 10% höheren wertmäßigen Umsätze auf. Vor diesem Hintergrund ist es nicht erstaunlich, daß im ersten Quartal des laufenden Jahres hohe Zunahmen der mengenmäßigen Einfuhren von Wohnungseinrichtungen (10,1%) und Automobilen (16,8%) registriert wurden.

Gemäß dem Konjunkturtest des WIF-ETH vom März 1979 werden die Aussichten nach wie vor ziemlich optimistisch beurteilt, wobei zunehmend mit steigenden Einkaufspreisen gerechnet wird. Im Lebensmittelbereich erwarten die Testteilnehmer einen günstigeren Verlauf als im Durchschnitt aller Sparten, während der Detailhandel im Non-Food-Bereich für die Zukunft gedämpft optimistisch ist.

## 2. Bauwirtschaft

Gegenüber dem letzten Quartalsbericht hat sich die Situation auf dem Baumarkt kaum verändert. Verdeutlicht hat sich der steigende Trend im städtischen Wohnungsbau. Die Baubewilligungen lagen im ersten Quartal um 28% über dem Vorjahresniveau. Gegenüber dem Vorjahresquartal nahm die Zahl der neuerstellten Wohnungen um 8% zu.

Die veränderte konjunkturelle Lage und die Aussichten in der Bauwirtschaft haben die Unternehmer veranlaßt, ihr Produktionspotential durch vermehrten Personaleinsatz besser auszuschöpfen. Die technischen Kapazitäten schrumpfen zurzeit kaum weiter, sind doch die Einfuhren an Investitionsgütern für das Baugewerbe boomartig angestiegen. Die Jahreswachstumsraten bewegen sich preisbereinigt zwischen 20% und 60%. Ob diese Investitionen hauptsächlich aus Kostenüberlegungen (Rationalisierung), zum Ausgleich des Ersatzbedarfs oder schon zur Kapazitätserweiterung erfolgen, läßt sich nicht zuverlässig beurteilen.

Aufgrund der Erfahrungen, die die Bauunternehmer in den vergangenen Jahren mit Überkapazitäten gemacht haben, ist anzunehmen, daß die technische Ausrüstung nur zögernd dem Niveau der Nachfrage angepaßt wird. Daß mindestens im Hochbau das Produktionspotential gegenwärtig nicht der Nachfrage entspricht, kann denn auch aus den zum Teil deutlichen Preiserhöhungen geschlossen werden, die seit dem Tiefstand von Mitte 1976 zu verzeichnen sind.

Seit 1977 ist der Stand sowohl der bewilligten als auch der beanspruchten Baukredite im Zunehmen begriffen. Der Stand der beanspruchten Baukredite gibt die Tendenz im Bausektor frühzeitiger wieder als die Zahl der neuerstellten Wohnungen. Er wird seit 1976 monatlich erhoben und hat sich 1977 und 1978 um 13 bzw. 14% gegenüber dem Vorjahr erhöht. Bei den neuerstellten Wohnungen in 92 Städten dagegen ist noch keine deutliche Zunahme festzustellen. Die inländischen kommerziellen Kredite sind zwar seit Mitte 1978 im Steigen begriffen.

Da aber keine Beschränkung der Gesamtkreditmenge in Aussicht steht und die Banken über genügend Liquidität verfügen, wird sich dies nicht wie in früheren Aufschwungphasen dämpfend auf die Baukredite auswirken. Da der Wohnungsbau in beträchtlichem Maße über Baukredite finanziert wird, ist damit zu rechnen, daß aus der Zunahme der neubewilligten Baukredite in nächster Zeit eine weitere Belegung des Wohnungsbaus resultieren wird.

Der gesamte Baumarkt wird allerdings in starkem Maße auch durch den öffentlichen Bau und den industriell-gewerblichen Bau mitbestimmt. Der Wohnungsbau macht ca. 40%, der öffentliche Bau ca. 30% und der industriell-gewerbliche Bau ca. 20% der Bauinvestitionen aus. Der öffentliche Bau wird kaum und der industriell-gewerbliche Bau infolge seines hohen Selbstfinanzierungsanteils nur in geringem Ausmaße durch Baukredite finanziert. Da aber bei diesen Größen keine rückläufige Bewegung zu vermuten ist, kann aus dem Ansteigen der Baukredite auf eine Belegung des Baumarktes geschlossen werden.

## Mieten

Für die Beurteilung der Mietzinsentwicklung sind die Verhältnisse am Wohnungsmarkt maßgebend. Diese wiederum werden von den Baukosten und den Hypothekenzinssätzen beeinflusst.

Der Miet- und der Baukostenindex verlaufen einigermaßen gleichförmig, wobei die Mieten weniger stark schwanken als die Baukosten. Die Jahreswachstumsraten des Mietindex lagen in den Jahren 1968-1975 zwischen 6,3 und 9,8%, während sich die Baukosten zwischen 0,9 und 14,3% verteuerten. In den Jahren 1975 und 1976 verbilligten sich rezessionsbedingt die Baupreise. Darauf folgte erneut ein Anstieg. Der Mietindex erreichte dagegen positive, allerdings abgeschwächte Zuwachsraten. Ein gewisses Durchschlagen der gegenwärtig wieder anziehenden Baupreise auf die Mieten und damit auf den Konsumentenpreisindex muß demnach erwartet werden. Wie lange die Baupreissteigerungen anhalten, ist gegenwärtig noch nicht abzusehen.

Der Hypothekensatz scheint tendenziell auf etwas längere Frist der Entwicklung der Durchschnittsrendite der eidgenössischen Obligationen zu folgen. Im Verlaufe der untersuchten Zehnjahresperiode gab es gegenüber der Entwicklung der Obligationenrendite einzig im Jahre 1975 eine Abweichung. Letztere bildete sich zurück, entsprechend dem allgemeinen Zinsverlauf auf dem Kapitalmarkt, während die Hypothekensätze eine Steigerung verzeichneten.

Auf dem Kapitalmarkt hat sich ein Trend zu höheren Sätzen durchgesetzt; dies manifestiert sich gegenwärtig - neben dem Anstieg der Rendite der Bundesobligationen - auch in einem Anstieg der Sätze für Kassenobligationen. Geht man davon aus, daß die Kassenobligationen u.a. zur Finanzierung von Hypotheken die-

nen und vergleicht man die Entwicklung der Differenz zwischen den Kassenobligationsätzen und den Sätzen für 1. Hypotheken, so zeigt sich, daß diese Differenz heute im längerfristigen Vergleich sehr klein ist. Im übrigen liegt die durchschnittliche Verzinsung der Kassenobligationsbestände bei den Banken noch deutlich über dem Niveau der Hypothekensätze.

Neben den Kassenobligationen bilden Sparheftgelder die Hauptfinanzquelle für Hypotheken. Der Zufluß von Spareinlagen hängt wesentlich von der momentanen Vergütung auf den Sparheften, aber auch vom Zinssatz auf Alternativanlagen, wie den Kassenobligationen ab. Durch die letzte Satzerhöhung auf Kassenobligationen ist die Differenz zwischen den Zinssätzen von Kassenobligationen und Spareinlagen wesentlich vergrößert worden. Die Differenz liegt bei 1 Prozentpunkt und wurde letztmals im Januar 1976 übertroffen. Es ist deshalb damit zu rechnen, daß unter diesen Bedingungen Spargelder vermehrt in Kassenobligationen fließen. Wenn die Banken aber bestrebt sind, einen festen Anteil ihres Mittelzuflusses in die für sie günstigeren Spareinlagen zu lenken, werden sie versuchen, den Zinssatz auf Spareinlagen zu erhöhen, was ebenfalls Auswirkungen (Aufrechterhaltung der Zinsdifferenz) auf die Hypothekensätze haben könnte.

### 3. Außenhandel

Die im Herbst 1978 eingetretene Wachstumsverlangsamung der schweizerischen Exporte kam im ersten Vierteljahr 1979 zum Stillstand. Seit dem vergangenen Januar weisen die volumenmäßigen Ausfuhren – gemessen an den Außenhandelsdaten der Oberzolldirektion – wieder ein beschleunigtes Wachstum auf. Die Entwicklung der Bestellungseingänge aus dem Ausland im Februar und März ließen die Auftragsbestände ansteigen, so daß diese nur noch wenig unter dem Vorjahresstand liegen. Die im letzten Quartalsbericht geäußerte Hypothese, daß der spekulative «Auftragsstopp» ein Ende gefunden habe, scheint sich zu bestätigen.

Der sich abzeichnende Konjunkturaufschwung in unseren wichtigsten Handelspartnerländern – insbesondere in der Bundesrepublik Deutschland – fand seinen Niederschlag in wert- wie volumenmäßig stark wachsenden Textil- und Bekleidungsanfuhren. Diese Entwicklung kommt nicht überraschend, gehen doch einerseits etwa ein Drittel der schweizerischen Gesamttextilexporte in die BRD; andererseits dürfte sich der abgeschwächte Franken günstig auf die Textil- und Bekleidungsanfuhren ausgewirkt haben.

Im Unterschied zur Textilindustrie haben in der Uhrenindustrie seit Sommer 1978 die volumenmäßigen Exporte weiter abgenommen. Die Ursache dafür liegt neben den strukturellen Schwierigkeiten im Trend zur qualitativ höherwertigen Uhr. Die steigenden Preismittelwerte der Uhrenaufuhren widerspiegeln diese Tendenz ebenso

wie die mengenmäßige Abnahme der Exporte von Roskopfhren um 19,2% sowie die Zunahme der Ausfuhren von elektronische Uhren 1978 um 21,8%.

Die Ausfuhren von elektrischen Maschinen und Apparaten verzeichneten im vergangenen Jahr ein über dem Durchschnitt der Gesamtexporte liegendes Wachstum. Im ersten Vierteljahr 1979 setzte sich diese Tendenz fort.

Die Wachstumsrate der volumenmäßigen Chemieanfuhren verlangsamte sich – verglichen mit dem letzten Jahr – im ersten Vierteljahr 1979 deutlich. Die Exporte der Nahrungs- und Genußmittelindustrie wiesen in den vergangenen Jahren die größten Schwankungen aller Exportzweige auf; in diesem Sinne darf die bescheidene reale Zunahme der Ausfuhren der Nahrungs- und Genußmittelindustrie noch nicht als Reaktion auf die konjunkturelle Erholung in unseren wichtigsten Abnehmerländern interpretiert werden.

Die Wachstumsbeschleunigung der volumenmäßigen Rohstoff- und Halbfabrikateanfuhren im 1. Quartal 1979 ist einzig auf die starke reale jährliche Zunahme der Position Einfuhr von «Schmuck- und Edelsteinen» im Februar 1979 zurückzuführen. Die von verschiedenen Unternehmen geplante und teilweise bereits vorgenommene Produktionsausweitung hat also noch keinen Niederschlag in den Rohstoff- und Halbfabrikateanfuhren gefunden. Dies läßt sich damit erklären, daß zuerst die als überhöht betrachteten Lager abgebaut werden.

Gemessen an den Preismittelwerten scheint sich sowohl bei den Export- als auch bei den Importpreisen eine Wende abzuzeichnen. Die ausgeführten Güter wurden im ersten Vierteljahr 1979 leicht teurer, während sich bei der Einfuhr der Preisrückgang deutlich verminderte.

Die Ausweitung des Schweizer Außenhandels betraf ausschließlich die OECD-Staaten; insbesondere der Warenaustausch mit der Bundesrepublik Deutschland, Italien, Belgien/Luxemburg sowie Frankreich erhöhte sich. Dagegen sanken sowohl Ein- und Ausfuhren nach den Staatshandelsländern und den Entwicklungsländern. Namentlich der Rückgang der Lieferungen nach Iran, aber auch nach Nigeria um je über drei Viertel fiel hier ins Gewicht.

### Tourismus

In den Monaten Dezember bis Februar gingen im Vergleich zum Vorjahr die Übernachtungen in Schweizer Hotels um 13% zurück. Hauptgrund für diesen Rückgang waren die schlechten Witterungsbedingungen. Für diese Entwicklung verantwortlich war aber auch der Wechselkurs des Schweizerfrankens. Dies zeigt sich daraus, daß die Übernachtungen von Schweizer Gästen um 5%, jene von Ausländern jedoch um 20% abnahmen.

Für die kommende Sommersaison werden die Ausichten als ungünstig beurteilt. Ein weiterer Rückgang

der Übernachtungen gegenüber dem Vorjahr wird erwartet, vor allem wegen der zunehmend härteren Konkurrenz durch die ohnehin zahlreichen Anbieterländer im Sommertourismus. Gemäß einer Umfrage der SBG sieht sich die Hotellerie im Sommer 1979 aus Wettbewerbsgründen gezwungen, ihre seit 1974 praktisch unveränderten Preise weiter stabil zu halten.

#### 4. Öffentliche Haushalte

Die Finanzrechnung des Bundes für das Jahr 1978 hat, im Gegensatz zum budgetierten Defizit von 1212 Mio Franken, lediglich mit einem Ausgabenüberschuß von 719 Mio Franken abgeschlossen. Der Fehlbetrag in der Rechnung des Bundes liegt somit erstmals seit 1973 wieder deutlich unter einer Milliarde Franken, nachdem er im Jahre 1976 mit 1573 Mio Franken ein Maximum erreicht hatte.

Der gegenüber dem Budget verbesserte Rechnungsabschluß ist auf höhere Einnahmen einerseits und niedrigere Ausgaben andererseits zurückzuführen. Die Einnahmen haben gegenüber dem Budget um 1% zugenommen. Während die Fiskaleinnahmen zwar hinter den erwarteten Werten zurückblieben, waren die übrigen Einnahmen höher als erwartet. Vor allem die nicht budgetierte Gewinnablieferung der PTT-Betriebe (150 Mio Franken) fiel dabei ins Gewicht.

Die Ausgaben des Bundes im Jahre 1978 lagen 2,1% tiefer als veranschlagt. Neben den Sparanstrengungen ist dieses Resultat auch auf andere Faktoren zurückzuführen. Beim Personalaufwand konnten wegen der geringeren Teuerung mehr als 100 Mio Franken, beim Zinsaufwand wegen der tieferen Zinssätze rund 45 Mio Franken eingespart werden. Die Kantonsanteile an den Bundeseinnahmen fielen infolge geringerer Einnahmen um 78 Mio Franken kleiner als budgetiert aus.

Soweit sich die nach unterschiedlichen Konzeptionen erstellten Staatsrechnungen der Kantone untereinander vergleichen lassen, haben im Jahre 1978 sowohl die Einnahmen wie die Ausgaben der Kantone gegenüber dem Vorjahr um je 2% zugenommen. Gegenüber den Vorschlägen haben sich die Kantonseinnahmen um 3,0% erhöht und die Ausgaben um 1,1% vermindert. Die Rechnungen der Kantone werden in den nächsten Jahren voraussichtlich zunehmend ausgeglichener ausfallen und damit den Rechnungsausgleich erreichen, der auf Gemeindeebene bereits 1976 erzielt worden ist.

#### 5. Arbeitsmarkt

Die seit Herbst letzten Jahres festzustellende konjunkturelle Belebung unserer Wirtschaft wird auch auf dem Arbeitsmarkt spürbar. Nicht jede Produktionsveränderung berührt allerdings den Arbeitsmarkt. Die Unternehmer werden im allgemeinen zuerst die Flexibilität ihres Produktionsapparates ausnützen, den Personalbestand stabil halten und nur die Arbeitszeit variieren. Es

ist deshalb anzunehmen, daß die Nachfrage auf dem Arbeitsmarkt vornehmlich die etwas längerfristigen Erwartungen der Unternehmer widerspiegelt. Immerhin ermöglicht der Rückgriff auf die der Kontingentierung unterliegenden Saisoniers tendenziell eher eine kürzerfristige Planung und Anpassung des Angebots. Dies dürfte insbesondere in Bereichen der Bauwirtschaft und des Gastgewerbes von Bedeutung sein.

Das Verhältnis der offenen Stellen zu Stellensuchenden hat sich in der Vergangenheit als guter Indikator für die Arbeitsmarktlage erwiesen. Je größer diese Zahl ist, um so ausgeprägter ist die Anspannung auf dem Arbeitsmarkt. Die gesamtschweizerische Entwicklung dieser Größe deutet seit 1976 auf eine deutliche Verknappung hin. Dies scheint darauf hinzuweisen, daß der zaghafte Konjunkturaufschwung von der Unternehmenseite für mehr als ein nur einige Monate dauerndes Strohfeuer gehalten wird.

Obschon oft behauptet wird, daß der mit der Rezession von 1974 verbundene Beschäftigungseinbruch teilweise rückgängig gemacht werden könne, trifft die zusätzliche Nachfrage auf ein relativ starres Arbeitsangebot. Dies hängt damit zusammen, daß der Abbau der ausländischen Arbeitskräfte ein aus politischen und wirtschaftlichen Gründen irreversibler Prozeß ist und die früher über das Pensionierungsalter hinaus beschäftigten Rentner sowie sekundäre Arbeitskräfte kaum wieder in den Arbeitsprozeß eingegliedert werden können.

Die grundsätzlich veränderte Arbeitsmarktlage geht auch aus der Entwicklung der neu abgeschlossenen Lehrverträge hervor. Die Tatsache, daß die Zahl der in den Jahren 1977 und 1978 neu abgeschlossenen Lehrverträge weit über dem langfristigen Durchschnitt liegt, läßt darauf schließen, daß der Markt auf den heute festzustellenden Mangel an qualifizierten Arbeitskräften bereits reagiert hat. Einerseits wurde das Angebot an Lehrstellen vergrößert und andererseits suchen die neu in den Arbeitsprozeß Eintretenden ihre beruflichen Chancen vermehrt in einer besseren Ausbildung.

Die geschilderten Verhältnisse auf dem Arbeitsmarkt dürften die tatsächliche Lage zu wenig drastisch wiedergeben. Man muß nämlich annehmen, daß die Zahl der gemeldeten offenen Stellen zu niedrig ist, da kein Meldezwang besteht. Wie von den Arbeitsämtern immer häufiger berichtet wird, sind die Stellensuchenden aufgrund ihrer mangelnden Eignung (ungenügende Qualifikation, mangelnder Wille, Invalidität) äußerst schwierig zu vermitteln. Die Arbeitgeber suchen deshalb das Personal vorwiegend über Inserate.

Natürlich bestehen auch auf dem Arbeitsmarkt große regionale und branchenmäßige Unterschiede. So hat der Dienstleistungssektor, insbesondere die Banken und Versicherungen sowie die Hotellerie, die Beschäftigungszahl erhöht. Es folgen die Bauwirtschaft und die «Industrie insgesamt». Am ausgeprägtesten hat der der Bauwirtschaft zuzurechnende Industriebereich «Steine und Erde» die Beschäftigungszahl erweitert. Gleichzeitig



stieg auch die Zahl der im Baugewerbe Beschäftigten überdurchschnittlich. Diese Entwicklung ist als Reaktion auf die eindeutig verbesserte wirtschaftliche Lage in der Bauwirtschaft aufzufassen. Insbesondere im Baubereich scheint sich der Engpaß zu verstärken. Hier entfallen rund 2,5 offene Stellen und in den Sommermonaten rund 4 auf einen Stellensuchenden. Gesucht sind auch hier insbesondere Fachkräfte (Maurer, Schreiner) und Hilfsarbeiter. Entsprechend der regionalen Verteilung des Auftragsbestandes im Baugewerbe ist hauptsächlich in den Kantonen Zürich, Aargau, St. Gallen, Schaffhausen, Solothurn und Schwyz die Nachfrage nach Arbeitnehmern am stärksten.

Interessant ist, daß das Hotelgewerbe bei rückläufiger Produktion (gemessen an den Logiernächten) seine Belegschaft vergrößert hat. Diese Entwicklung ließe sich damit erklären, daß die Hotellerie vom Rückgang in der Produktion überrascht wurde. Angesichts der eher ungünstigen Aussichten für 1979 wäre demzufolge mit einem Abbau der Belegschaft zu rechnen. Vielleicht hängt jedoch der Beschäftigungsaufbau mit der Vorstellung zusammen, daß die Hotellerie ihre Dienstleistungen verbessern muß, um im Markt zu bleiben.

Vom Gastgewerbe werden vor allem Servicepersonal sowie Küchen-, Buffet- und Officepersonal gesucht. Insbesondere die letzte Berufsgruppe weist ein deutlich unterdurchschnittliches Lohnniveau bei relativ hoher Arbeitszeit auf. Es dürfte deshalb äußerst schwierig sein, den Bedarf an Personal unter den gegebenen Marktverhältnissen zu decken.

Beim größten Arbeitgeber der Schweiz, der Maschinen- und Metallindustrie, herrschen ausgeglichene Verhältnisse. Auf einen Stellensuchenden entfällt ungefähr eine offene Stelle. Allerdings gibt es auch in diesem Bereich größere regionale Unterschiede. Ernsthaftere Verknappungserscheinungen sind in den Kantonen der Innerschweiz und Glarus, Aargau, der Nordostschweiz und in Zürich aufgetreten.

Auch einzelne Bereiche der Textilindustrie klagen über Mangel an Arbeitskräften. In der Textilherstellung entfallen im Jahresdurchschnitt 1978 rund 5 offene Stellen auf einen Stellensuchenden. Diese Verhältniszahl hat sich jedoch im letzten Quartal 1978 und im ersten Vierteljahr 1979 ungefähr halbiert. Gesucht werden insbesondere Fachkräfte. Das Angebot an offenen Stellen sowie die Anzahl der Stellensuchenden ist hingegen in den Berufen der Textilverarbeitung annähernd ausgeglichen.

Auch in einer Volkswirtschaft mit durchschnittlich ansteigender Beschäftigung sind in einzelnen Sektoren Strukturanpassungen nötig. In der Schweiz haben vor allem die Textil-, Bekleidungs- und Uhrenindustrie seit einiger Zeit einen Beschäftigungsabbau vollzogen. Es waren dies jene Branchen, die in den vergangenen Jahren am meisten unter den währungs- und strukturbedingten Schwierigkeiten zu leiden hatten. Erwartungsgemäß sind die Arbeits- und Lohnverhältnisse in diesen

schrumpfenden Branchen eher unattraktiv. Dies betrifft insbesondere die Textilindustrie. Das Lohnniveau liegt immer noch deutlich unter dem Durchschnitt sämtlicher Branchen, trotz punktueller Lohnsteigerungen in letzter Zeit. Im übrigen ist die Schichtarbeit noch verbreitet. Die Uhrenindustrie hat in den vergangenen Jahren außerordentliche Beschäftigungsschwankungen erlitten. 1976 war ein Rückgang in der Beschäftigung gegenüber dem Vorjahr um 10% zu verzeichnen. 1977 lag die Beschäftigung bereits wieder 3% über dem Vorjahresstand und im vergangenen Jahr trat wieder ein Abbau von 2% ein. Die Uhrenindustrie scheint auch gegenwärtig wieder eher unter Unterbeschäftigung zu leiden.

Von der Arbeitsmarktverknappung sind die Kantone unterschiedlich betroffen. Einen bedeutenden Mangel an Arbeitskräften weisen die Kantone Glarus, Aargau, Schaffhausen, St. Gallen, Appenzell-Innerrhoden, Schwyz, Uri und Zug auf.

Mit einer weiteren Belebung der Wirtschaftstätigkeit dürfte sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt generell verschärfen. Die heute bestehenden Angebotsengpässe dürften sich aus den bereits erwähnten Gründen – Ausländerpolitik, Schwierigkeiten bei der Rekrutierung von bereits aus dem Erwerbsleben Ausgeschiedenen – deutlich verstärken. Diese Beschränkung des Angebots an Arbeitskräften wird bei einer anhaltenden Nachfragesteigerung zu einem Lohnanstieg führen.

## 6. Kapitalmarkt

Der Kapitalmarkt hat seit Mitte April eine ruhige Phase durchlaufen. Die Nationalbank erarbeitete damals zusammen mit den Banken ein Konzept, das von der Annahme ausging, ein Zinsniveau von 3½% für öffentliche Anleihen, 3¼% für Kraftwerke, 4% für Industrieanleihen und 4½% für Auslandsanleihen in Schweizerfranken sei angemessen; die Laufzeiten sollten bei 10 und 11 Jahren liegen. Die Konsortien haben auf dieser Basis die Emissionsprogramme ausgehandelt, und die Anleihen waren seither fast ausnahmslos erfolgreich. Andererseits hat die Nationalbank mit Interventionen am Obligationenmarkt das vereinbarte Konzept nachdrücklich unterstützt. Das Durchschlagen auf den Sekundärmarkt ist allerdings nie recht gelungen, so daß dort andauernd eine gewisse Unsicherheit festzustellen war.

Die Bekanntgabe der Absicht des Bundes, das seinerzeit verschobene Bundesanleihen im Juni aufzulegen, hat sich nachteilig auf die Kapitalmarktlage ausgewirkt. Seit dem 1. Juni hat die Liquidität am Sekundärmarkt deutlich zugenommen. Das konnte jedoch kein Grund sein, auf das Anleihen zu verzichten, weil sonst der Bund überhaupt vom Kapitalmarkt verdrängt worden wäre. Doch mußte unter dem Druck der Verhältnisse und dem Widerstand der Banken ein anderer Anleihentypus, nämlich Kassascheine des Bundes, gewählt werden. Die Konditionen, die festgelegt wurden, sind nach Ansicht der an den Verhandlungen beteiligten Bankkreise, der

eidgenössischen Finanzverwaltung und der Nationalbank angemessen und sollten den Kapitalmarkt, besonders auch die laufenden öffentlichen Anleihen, nicht ungünstig beeinflussen. Der Zeitpunkt der Begebung ist insofern nicht ungünstig, als das Emissionsprogramm des zweiten Quartals durch Verzicht um rund 600 Mio Franken entlastet worden ist.

## 7. Devisen- und Geldmarkt

Die Erholung der amerikanischen Währung hat sich während der letzten Wochen fortgesetzt. Die Bewegung fiel so prononciert aus, daß man zeitweise Übertreibungen befürchten mußte. Eine zu starke Höherbewertung des Dollars führte wohl unausweislich zu einer übertriebenen Kurskorrektur in einem spätern Stadium der Entwicklung.

Auch die anderen wichtigen Zentralbanken, darunter jene der Vereinigten Staaten selber, waren bestrebt, die Festigung des Dollars in den durch die Entwicklung der ökonomischen Lage gerechtfertigten Grenzen zu halten. Eine Folge dieser Politik war die Abgabe von Dollars an den Markt in einem Ausmaß, das jenes der Käufe im letzten Quartal des abgelaufenen Jahres überstieg. Die Interventionen der Zentralbanken erklären denn auch die trotz der auf allen Märkten nachhaltigen Nachfrage relativ bescheidene Höherbewertung des Dollars.

Die Nationalbank hat ihrerseits die am 1. Oktober 1978 begonnene Währungspolitik fortgesetzt. Die Priorität galt also weiterhin nicht der Stabilisierung der Geldmengenentwicklung, sondern jener des Frankenkurses. Infolge des Wiedererstarkens des Dollars hatte diese Politik nicht mehr die gleichen Effekte auf die Liquiditätslage wie im letzten Quartal des Vorjahres. Damals blähten die Dollarkäufe die monetäre Basis innerhalb dreier Monate um annähernd 10 Milliarden Franken auf. Durch die seit Beginn des Jahres an den Markt abgegebenen Devisen wurde die monetäre Basis ungefähr um den gleichen Betrag reduziert.

In Wirklichkeit hätte der Liquiditätsabbau noch stärker ausfallen können, wenn man die Dollarabgänge im Zusammenhang mit den Interventionen und den Kapitalexportkonversionen nicht kompensiert hätte. Die Verringerung der Devisenposition in der Bilanz der Nationalbank betrug denn auch 14,4 Milliarden Franken. Ein solch starker Liquiditätsentzug mußte jedoch unbedingt vermieden werden. Eine zu ausgeprägte Verknappung am Geldmarkt hätte zweifellos den Keim einer neuerlichen Frankenhausse in sich getragen.

Gleichzeitig ging es auch darum, eine Beunruhigung des Bankensystems und der übrigen Wirtschaft, wie sie aus einer allzu restriktiven Liquiditätspolitik hätte erwachsen können, zu vermeiden. Die Nationalbank erklärte sich denn auch stets bereit, den Geldmarkt flüssig zu halten. Sie ging dazu über, die durch die Dollarverkäufe entzogene Liquidität dem Markte wenigstens teilweise wie-

der zukommen zu lassen. Verschiedene Möglichkeiten standen dafür offen: die Plazierung von Geldern des Bundes am Markt, siebentägige bis einjährige Swaps mit den Banken der Verzicht auf die Erneuerung von Sterilisierungsreskriptionen. Die Obligationenkäufe zur Regulierung des Kapitalmarktes haben ebenfalls zur Aufrechterhaltung der Liquidität beigetragen. Dank dieser verschiedenen Vorkehren blieben die Giro Guthaben der Banken bei der Nationalbank auf einem Niveau zwischen sieben und acht Milliarden Franken, was den Bedürfnissen der Geschäftsbanken entspricht.

Die Zusammensetzung der monetären Basis schafft trotzdem gewisse Probleme. Der Anteil der als provisorisch zu bezeichnenden Liquidität, also der Notenbankkredite mit relativ kurzfristigen Laufzeiten, ist ungewöhnlich groß. Eine Erhöhung der permanenten Liquidität wird deshalb angestrebt. Eine willkommene Gelegenheit hiezu dürfte sich bei der Fälligkeit der im vergangenen August aus währungspolitischen Gründen abgeschlossenen Einjahresswaps ergeben. Rechtzeitige Vorkehren sind um so dringlicher, als der sonst bei großen Fälligkeiten wahrscheinliche Schock auf dem Geldmarkt vermieden werden muß. Schon vor mehreren Wochen sind entsprechende Zusicherungen seitens der Nationalbank gemacht worden.

Die Entwicklung des Geldumlaufs, wie sie eben dargestellt wurde, erlaubt verschiedene Feststellungen:

Erstens befindet sich der Durchschnittswert des Schweizerfrankens wiederum ungefähr auf dem gleichen Niveau wie vor Jahresfrist, also vor der großen Erschütterung des Wechselkursgefüges. Am 27. September 1978 erreichte die Aufwertung des Frankens gegenüber dem Vorjahreszeitpunkt den Maximalsatz von 41,5%. Heute beträgt die vergleichbare Ziffer der nominellen Aufwertung nicht mehr als 2%. In realen Größen, also unter Berücksichtigung der Inflationsdifferenzen, ist der Frankenkurs zurzeit tiefer als vor Jahresfrist. Es ist auch wichtig festzuhalten, daß der Franken nun schon über mehrere Monate stabil blieb, und zwar nicht nur gegenüber der D-Mark, die von der Nationalbank seinerzeit ausdrücklich zur Referenzwährung gemacht wurde, sondern auch gegenüber den andern europäischen Währungen, vorab jenen des Europäischen Währungssystems und dem US-Dollar. Das wiedergefundene Niveau des Frankenkurses und vielleicht mehr noch die Stabilität, die er seit Jahresbeginn bewies, sind für unsere Wirtschaft von wesentlicher Bedeutung. Die konjunkturelle Lage und auch die Aussichten haben sich bereits verbessert.

Zweitens konnte das im vergangenen Jahr durch die Interventionen am Devisenmarkt geschaffene Inflationspotential in einer Zeitspanne und in einem Rhythmus eliminiert werden, die man damals für unwahrscheinlich gehalten hätte.

Drittens schließlich wurde das Interventionspotential für den Fall neuer Turbulenzen am Devisenmarkt vollständig wiederhergestellt. Dies gilt nicht nur für die Zen-

tralbanken der Bundesrepublik Deutschland, Japans und der Schweiz, sondern auch für jene der Vereinigten Staaten. Die USA haben sämtliche Schulden im Zusammenhang mit den Swapabkommen und den Fremdwährungsanleihen beglichen. Die Reserven, über die sie im vergangenen Jahr verfügten, sind wiederum intakt und für den Bedarfsfall disponibel.

### **Die Zinssätze**

Obwohl die Zinssätze noch immer vergleichsweise tief sind, ist die Tendenz zu ihrer Erhöhung unverkennbar. Als Folge der Interventionspolitik der Nationalbank gab es im letzten Quartal des vergangenen Jahres Momente mit negativen kurzfristigen Zinssätzen auf dem Eurofranken-Markt. Zwischen Ende März und anfangs Juni sind nun aber die Dreimonatsgelder von  $\frac{3}{8}\%$  auf 2% und die Jahresgelder von  $1\frac{1}{16}\%$  auf ungefähr 3% angestiegen. Eine ähnliche, wenn auch weniger ausgeprägte Entwicklung ist am Kapitalmarkt zu registrieren.

Die Geschäftsbanken haben verschiedentlich die Festgeldsätze erhöht. Zweimal schließlich hat die Nationalbank ein Anheben der Zinssätze auf Kassaobligationen autorisiert.

### **C. Wirtschaftspolitische Implikationen**

Die Ausführungen über die Wirtschaftslage der Schweiz und des Auslandes zeigen deutlich, daß in vielen Ländern mit einer Beschleunigung der Inflation gerechnet wird. Wichtige Ursachen für das erneute Ansteigen der Inflationsraten sind die Erdölpreiserhöhungen sowie der von einigen Ländern, darunter auch der Schweiz, im Herbst 1978 vollzogene Wechsel zu einer expansiven Geldpolitik. Zudem ist im OECD-Raum zumindest kurzfristig eine Konjunkturbelebung festzustellen. Auch in der Schweiz sind in fast allen Bereichen der Wirtschaft Anzeichen eines leichten Aufschwungs spürbar, der bereits zu einer gewissen Verknappung des Arbeitsangebots geführt hat. In einigen Branchen bestehen allerdings noch beträchtliche Strukturanpassungsprobleme, die sich nicht leicht beheben lassen.

In Anbetracht der immer noch unsicheren schweizerischen Wirtschaftslage ist die Nationalbank bestrebt, eine Politik zu verfolgen, die ein Wiederaufflammen der Inflation verhindert, ohne jedoch der Wirtschaft einen Beschäftigungseinbruch aufzubürden. Während im letzten Herbst befürchtet werden mußte, daß die Wechselkursituation die schweizerische Wirtschaft in ernsthafte Schwierigkeiten bringen werde, gilt heute unser Augenmerk der Bankenliquidität. Vom Standpunkt der Inflationsverhütung aus war ein Abbau der überhöhten Liquidität erwünscht. Mit einer darüber hinausgehenden Geldmengenreduktion könnte aber überdies den bereits zu beobachtenden Teuerungstendenzen entschiedener entgegengetreten werden.

Wird dabei an die ölpreisbedingte Teuerung gedacht, so muß nun allerdings unmißverständlich darauf hingewiesen werden, daß es von der Nationalbank aus betrachtet falsch wäre, sie mit geld- oder wechsellkurspolitischen Maßnahmen unverzüglich zum Verschwinden zu bringen. Wäre dies das Ziel, so müßte die Politik so restriktiv ausfallen, daß starke deflatorische Wirkungen zu befürchten wären.

Abgesehen von der Erhöhung der Heizöl- und Benzinpreise ist die Teuerung in der Schweiz, gemessen am Index der Konsumentenpreise, gering. Dazu kommt, daß die Konjunkturlage im allgemeinen und die Ertragslage der Unternehmungen im besonderen noch keineswegs als so glänzend angesehen werden können, daß eine ausgesprochen restriktive Geldpolitik der Wirtschaft zuträglich wäre. Die SNB verfolgt zwar, im Einvernehmen mit der Landesregierung und den Spitzenorganisationen der schweizerischen Wirtschaft, das Ziel der internen Preisstabilität, allerdings unter Wahrung der Gesamtinteressen der schweizerischen Wirtschaft.

Eine restriktivere Geldpolitik würde kurzfristig den Zinsanstieg noch verstärken und beschleunigen, zunächst am Geldmarkt, bei den Eurofranken- und Festgeldsätzen, dann aber auch sehr rasch bei den Kassenobligationen sowie am langfristigen Markt. Die Nationalbank verfolgt keine Billiggeldpolitik – sonst hätte sie ja nicht die monetäre Basis so rasch auf ein normales Niveau heruntergebracht –, sie ist aber bestrebt, die Zinsentwicklung in geordnetem Rahmen zu halten.

Für die Zinswende ist eine ganze Reihe von Faktoren maßgebend. Bis zu einem gewissen Grad ist sie mit der Kontraktion der Notenbankgeldmenge verbunden. Darüber hinaus dürften die umfangreichen und von den Banken nicht immer erwarteten Änderungen des Anlegerverhaltens im Anschluß an die Normalisierung der Liquiditätsversorgung nicht nur die Liquiditätsplanung der Banken erschwert, sondern diese auch veranlaßt haben, tendenziell mehr Liquidität nachzufragen bzw. weniger anzubieten. Da diese Umschichtungen in nächster Zeit an Bedeutung verlieren werden, sollte von dieser Seite eine Entspannung am Geldmarkt zu erwarten sein. Diese dürfte jedoch durch die zusätzliche Kreditnachfrage, die im Zusammenhang mit der Erdölpreiserhöhung anfällt, kompensiert werden.

Ein anderer Teil des Zinsanstiegs könnte aber auch damit zusammenhängen, daß im Markt trotz der Zusicherung der Nationalbank, die Giro Guthaben der Banken nicht weiter zu reduzieren, eine gewisse Unsicherheit über die künftige Geldpolitik besteht. Der rasche Abbau der Liquidität und die Annahme, daß die Geldpolitik wieder stärker stabilitätsorientiert gestaltet werde, hat da und dort Zweifel geweckt, ob es wirklich die Absicht der Nationalbank sei, die Liquidität auf dem heutigen Stand zu belassen. Angesichts dieser Unsicherheit dürfte bei längerfristigen Geldanlagen eine gewisse Zurückhaltung an den Tag gelegt worden sein. Die beachtlichen Zins-

differenzen zwischen den ganz kurzfristigen und den eher längerfristigen Geldmarktanlagen sind Ausdruck dieser Unsicherheit. Entsprechend ihrer Liquiditätszusage an die Banken offeriert die SNB in jüngster Zeit 6- und 12-Monats-Swaps.

Die Zinssätze für Kassenobligationen sind in den letzten Monaten in verhältnismäßig rascher Kadenz zweimal angehoben worden, doch läßt der Zufluß solcher Gelder trotzdem zu wünschen übrig.

Auch am Obligationenmarkt haben sich Satzerhöhungen durchgesetzt, die im Primärmarkt, nach den Resultaten neuer Emissionen zu schließen, weitgehend akzeptiert werden. Der Sekundärmarkt bekundet jedoch etwelche Mühe, sein Gleichgewicht zu finden. Ohne die aktive Präsenz der Nationalbank wären zweifellos das Kursniveau am Obligationenmarkt tiefer und die Renditen höher.

Als bedeutender Grund für das Anziehen der Zinssätze können die zunehmenden Inflationserwartungen genannt werden. In der Tat pflegt die Erwartung steigender Preise die Zinsentwicklung stark zu beeinflussen. Für die Schweiz läßt sich dies empirisch nachweisen. Perioden hoher Teuerungsraten waren stets auch Perioden hoher Zinssätze. Würde die Notenbank versuchen, in solchen Zeiten das Zinsniveau künstlich tief zu halten, so würde sie die Inflation noch verstärken. Diesen Zusammenhang gilt es im Auge zu behalten, wenn von der Indexwirkung eines Anstieges des Hypothekarzinsfußes die Rede ist. Es trifft – leider – zu, daß eine Heraufsetzung des Hypothekarsatzes, wenn auch nur kurzfristig, die fatale Konsequenz hat, die Preise landwirtschaftlicher Produkte und die Mieten in die Höhe zu treiben und die bekannte Preis-Lohn-Spirale zu akzentuieren. Bedauerlicherweise ist der Umkehrschluß, daß möglichst tiefe Zinssätze das beste Mittel zur Teuerungsbekämpfung seien, falsch. Tiefe Zinssätze stellen sich nur dann ein, wenn die Teuerung und die Inflationserwartungen niedrig sind – siehe das Beispiel der Schweiz in den letzten Jahren – und die Zinssätze sind dort hoch, wo die Inflationserwartungen hoch sind, wie die gegenwärtige Lage in den Vereinigten Staaten und in einigen europäischen Ländern zeigt.

Was die zunehmenden Teuerungserwartungen für die Schweiz betrifft, so kommt man nicht umhin, die oftmals fatale Konsequenz rein extrapolativer Prognosen herauszustreichen. Die Schweiz wird dieses Jahr gewiß nicht mehr die gleich niedrige Teuerungsraten haben wie 1978, aber das ist zur Hauptsache auf die bereits erwähnte Preissteigerung beim Öl und dessen Derivaten zurückzuführen. Es wäre verfehlt, diese Sachlage zu dramatisieren und die Inflation bereits wieder als unabwendbares Schicksal zu betrachten. Daß sie abwendbar ist, haben die schweizerischen Erfahrungen der letzten drei Jahre gezeigt; die Weichen sind auch heute nicht auf Inflation gestellt.

Neben den Teuerungsbefürchtungen sind am Kapitalmarkt die teilweise beträchtlichen Zinsunterschiede ge-

genüber dem Ausland wieder wichtiger geworden. Die Tatsache, daß diese Unterschiede vom Anleger wieder vermehrt beachtet werden, ist eine der Folgen der Wechselkursstabilisierung. Letztes Jahr war die Neigung, in höher verzinsliche Fremdwährungsanlagen umzusteigen, wegen des Währungsrisikos gering. Seit die Wechselkursentwicklung ruhiger geworden und namentlich das Risiko künftiger heftiger Ausschläge geringer eingeschätzt wird, ist die Bereitschaft, Anlagen im Ausland in fremder Währung zu tätigen, wieder stark gewachsen. Erhebliche Beträge dürften auf diese Weise tagtäglich vom schweizerischen Kapitalmarkt ferngehalten oder ihm entzogen werden. Wer auf beständigere Wechselkursrelationen Wert legt, wird diese Tendenz als ein gutes Zeichen dafür betrachten, daß die Wechselkurserwartungen derzeit viel positiver sind als im vergangenen Jahr. Und da, wie bei den Zinssätzen, auch bei den Wechselkursen die Erwartungen von größtem Einfluß auf die effektive Entwicklung sind, kann daraus Hoffnung auf einen weiterhin ruhigen Wechselkursverlauf geschöpft werden.

Die Nationalbank ist sich bewußt, daß die Wirtschaft aus einem niedrigen Zinsniveau beträchtliche Vorteile zieht. Tiefe Zinssätze verbessern die Konkurrenzfähigkeit der schweizerischen Exportwirtschaft; sie erleichtern auch den Kapitalexport und tragen damit zum reibungslosen Ausgleich des Ertragsbilanzüberschusses und der traditionellen Kapitalzuflüsse bei.

Die beste Strategie, das Zinsniveau auf einem niedrigen Stand zu halten, besteht in einer auf Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik. Die Wirksamkeit dieser Politik auf die Zinssätze wird durch spezifische Maßnahmen verstärkt. Heute ist die Politik der Nationalbank im Zinsbereich wie folgt ausgerichtet:

Im kurzfristigen Sektor werden durch eine ausreichende, eher großzügig bemessene Mittelversorgung des Marktes die Voraussetzungen für relativ niedrige Sätze aufrechterhalten. Die Nationalbank ist auch bereit, allfälligen vorübergehenden Veränderungen der Nachfragesituation auf den Finanzmärkten durch eine flexible Handhabung der Liquiditätspolitik Rechnung zu tragen, soweit dadurch nicht andere, wichtigere Zielsetzungen der Geldpolitik beeinträchtigt werden.

Trotz der beiden kürzlichen Satzerhöhungen ist bei den Kassenobligationen der Zufluß vor allem längerfristiger Gelder gering. Dennoch ist die Zeit für weitere Satzanpassungen noch nicht gekommen. In Phasen allgemeiner Unsicherheit sollte wenn immer möglich auf Satzanpassungen verzichtet werden. Die Erfahrung lehrt, daß sowohl bei Zinssenkungen als auch bei -erhöhungen der kurzfristige Trend im Mittelzufluß ein schlechter Ratgeber für die Satzgestaltung ist. Die Nationalbank hat zwar kein Vetorecht, aber immerhin die gesetzliche Pflicht, auf die Zinsentwicklung in diesem Bereich einzuwirken, wenn sie es für angezeigt erachtet. Eine neue Diskussionsrunde über die Kassenobligationsätze vor den Sommerferien wird als inopportun betrachtet.

Die Nationalbank vertritt diese Auffassung nicht zuletzt auch deshalb, weil eine weitere Erhöhung der Kassenobligationsätze erstens den Kapitalmarkt deroutieren und zweitens den Abstand zu den Zinssätzen für die bunte Palette von Spareinlagen vergrößern und ein Nachziehen dieser Sätze auf die Länge unvermeidlich machen würde. Das könnte dann das Signal zu einer Wiederheraufsetzung des Hypothekarzinsfußes sein.

Ein solcher Schritt scheint dem Direktorium heute ebenfalls nicht angemessen, nachdem die von den Banken auf Mitte dieses Jahres vorgenommene Senkung noch nicht einmal wirksam geworden ist, und die neuen, reduzierten Sätze unter dem Druck der Konkurrenz bereits verschiedentlich unterboten werden.