

Bericht

des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank
über die Wirtschafts- und Währungslage
für die Sitzung des Bankrates vom 14. Dezember 1979

A. Konjunkturlage in den wichtigsten Industrieländern

1. Die konjunkturelle Entwicklung

Im dritten Quartal hat sich die Wirtschaftsaktivität in den meisten Industrieländern abgeschwächt, wenn auch in unterschiedlichem Ausmaß. Nicht in das Bild einer allgemeinen Konjunkturlaute passen die Bundesrepublik und Japan, die den rezessiven Kräften eine erstaunliche Widerstandskraft entgegenbrachten. Auffallendes Merkmal der Konjunkturlage im Berichtszeitraum war das Zusammenfallen von Konjunkturrückgang und Inflationsbeschleunigung. Die eingetretene Verschlechterung der Wirtschaftslage, die sich im vierten Quartal fortsetzen dürfte, war weitgehend die Folge der Ölpreiserhöhungen.

In den *Vereinigten Staaten* ist die erwartete Rezession im dritten Quartal nicht eingetreten. Nachdem das reale BSP im zweiten Quartal mit einer Jahresrate von 2,3% gesunken war, stieg es im dritten Quartal wieder um 3,5%. Der Sammelindex der Frühindikatoren zog im September mit 0,8% stärker an als in den vorangegangenen 18 Monaten, so daß mit einer Rezession in diesem Jahr nicht mehr gerechnet werden muß. Ebenfalls zugenommen hat im September die Industrieproduktion, während die Arbeitslosenrate von 6% im August auf 5,8% im September zurückging. Das Hauptproblem der amerikanischen Wirtschaftsentwicklung ist die Beschleunigung der Inflation, die im September eine Rate von nahezu 13% erreichte. Obwohl die Konjunkturindikatoren zurzeit sehr widersprüchlich sind, wird in den ersten Monaten des nächsten Jahres ein Rückgang der Wirtschaftsaktivität erwartet.

In *Japan* und in der *Bundesrepublik* zeigen die Konjunkturindikatoren kurzfristig noch eine günstige Wirtschaftslage an. Der Bestellungseingang scheint immer noch befriedigend zu sein, so daß weiterhin eine gute Auslastung der Produktionskapazitäten beobachtet werden kann. Im Vergleich zum Vorjahresmonat ist die industrielle Produktion im September in beiden Ländern beträchtlich gestiegen, dagegen nahm sie im Vergleich zum Vormonat ab. Die Beschäftigungssituation hat sich verbessert. In der Bundesrepublik ist die Arbeitslosenrate von 5% am Anfang des Jahres auf 3,2% im September gefallen. Anlaß zur Sorge gibt auch in der Bundesrepublik und in Japan die Inflation. Im September stiegen die Konsumentenpreise in der Bundesrepublik um 5,2%. In Japan war der Anstieg der Konsumentenpreise mit 3,1% weniger beunruhigend als das Emporschnellen der Großhandelspreise um 12,6%. Die im

internationalen Vergleich günstige Konjunkturlage der beiden Länder hat zur Passivierung der Ertragsbilanz beigetragen. Immerhin hat sich das Ertragsbilanzdefizit in der Bundesrepublik im September etwas zurückgebildet.

In den übrigen größeren europäischen Ländern ist die Situation weniger gut. In *Italien* mehren sich die Anzeichen einer konjunkturellen Abschwächung. Alarmierend ist vor allem die starke Beschleunigung der Inflation bei gleichzeitiger Verschlechterung der Arbeitsmarktlage. Die Konsumentenpreise stiegen im September um 16,8%, während die Arbeitslosenzahlen seit dem Frühjahr um 19% zugenommen haben. Die Ertragsbilanz schloß im September nach einer längeren Phase positiver Saldi mit einem Defizit ab.

In *Frankreich* scheint sich die Konjunktur im dritten Quartal besser als erwartet entwickelt zu haben. Dies dürfte auf den Lageraufbau, der vor allem im Eisen- und Textilbereich erfolgte, sowie auf Nachholeffekte beim privaten Konsum zurückzuführen sein. Der Rückgang der Binnennachfrage in der ersten Jahreshälfte scheint noch nicht auf die Produktion durchgeschlagen zu haben.

In Zukunft muß allerdings mit einer weiteren Abschwächung der Konjunktur gerechnet werden. Um den Abschwung in Grenzen zu halten, wurden bereits im Laufe des Sommers Konjunkturbelebungsmaßnahmen ergriffen. 4,5 Mrd Franc wurden zur Verfügung gestellt, die in erster Linie der Bauindustrie sowie minderbemittelten Familien zugute kommen sollen. Eine leichte Besserung war auf dem Arbeitsmarkt sowie an der Inflationsfront zu verzeichnen. Die Konsumentenpreise stiegen im September allerdings immer noch um 11%. Wie die meisten OECD-Länder wies auch Frankreich ein Defizit in der Ertragsbilanz auf.

In *Großbritannien* hat sich die Wirtschaftsaktivität nach der Erholung im zweiten Quartal wieder abgeschwächt. Die Industrieproduktion ist im dritten Quartal zurückgegangen. Immer noch unter dem Einfluß der Mehrwertsteuererhöhung bildete sich auch der private Konsum zurück. Diese Nachfrageschwäche droht die Ertragskraft der britischen Industrie beträchtlich zu schmälern, nachdem schon die Erhöhung der Produktionskosten die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Landes spürbar beeinträchtigt hat. Hauptproblem bildet auch im Vereinigten Königreich die Inflation, nachdem die Teuerungsrate, gemessen an den Konsumentenpreisen, kontinuierlich auf 16,5% im September gestiegen ist. Die rückläufige Wirtschaftsentwicklung hat sich noch nicht auf die Arbeitsmarktlage ausgewirkt. Die Arbeitslosenquote ist im dritten Quartal sogar leicht gefallen. Als Folge der ungünstigen Wirtschaftsentwicklung war das

Ertragsbilanzdefizit im dritten Quartal trotz positivem Beitrag des Nordseeöls deutlich höher als erwartet.

2. Konjunkturaussichten für den OECD-Raum im Jahre 1980

Die Ölpreiserhöhungen werden sich noch während einiger Zeit auf die Konjunktur auswirken und eine deutliche Verlangsamung des Wirtschaftswachstums auch noch im nächsten Jahr verursachen. Das OECD-Sekretariat hat seine Prognosen daher noch einmal nach unten revidiert. Die Wachstumsrate des realen BSP im OECD-Raum wird für 1980 auf rund 1,5% (1979: 3%) veranschlagt, wobei die USA und das Vereinigte Königreich einen absoluten Rückgang der Wirtschaftsaktivität erfahren dürften. Unter der Annahme unveränderter Ölpreise wird für alle OECD-Länder eine Wiederbelebung der Konjunktur in der zweiten Jahreshälfte prognostiziert.

Als Folge der Konjunkturabflachung ist zu befürchten, daß die Arbeitslosigkeit im ganzen OECD-Raum mit Ausnahme der Bundesrepublik 1980 wieder zunimmt. Am härtesten betroffen werden die USA sein, deren Arbeitslosenrate 1980 auf 7-7,5% (1979: 6,5%) steigen dürfte.

Trotz rückläufiger Konjunktur darf auch im nächsten Jahr nicht mit einem Nachlassen der Inflation im OECD-Raum gerechnet werden. Die Inflationsrate, gemessen an den Konsumentenpreisen, dürfte 1980 auf ungefähr 9% (1979: 8%) steigen. Zwischen den einzelnen Ländern werden beträchtliche Unterschiede bestehen. So wird angenommen, daß es in den Vereinigten Staaten gelingt, die Inflationsrate 1980 auf rund 9% (September 1979: 13%) zu senken. Für Frankreich, Italien und das Vereinigte Königreich wird eine Teuerungsrate von über 10% veranschlagt. Ein leichter Rückgang des Preisauftriebs auf 4% (1979: 4,5%) wird schließlich für die Bundesrepublik erwartet.

Im außenwirtschaftlichen Bereich wird für 1980 eine weitere Verschlechterung der Lage vorausgesehen und mit einer Zunahme des Ertragsbilanzdefizits der Gesamt-OECD auf rund 31 Mrd Dollar gerechnet (1979: rund 29 Mrd Dollar). Innerhalb der OECD werden beträchtliche Unterschiede auftreten. So dürfte sich die Ertragsbilanz der Vereinigten Staaten 1980 aktivieren und einen Überschuß von rund 2 Mrd Dollar aufweisen (1979: rund 5 Mrd Dollar Defizit), während umgekehrt die Ertragsbilanzdefizite der Bundesrepublik und Japans 1980 weiter zunehmen werden. Sollten diese Prognosen zutreffen, so wird das außenwirtschaftliche Ungleichgewicht 1980 wenigstens innerhalb der OECD abnehmen.

Die Prognosen der OECD beruhen auf der Annahme, daß 1980 keine Engpässe in der Erdölversorgung auftreten und sich der Ölpreis real nicht verändert. Wie der jüngste Konflikt zwischen dem Iran und den Vereinigten Staaten zeigt, sind diese Annahmen außerordentlich unsicher. Bekanntlich importieren die USA zurzeit kein Öl

mehr aus dem Iran, während der Iran die weitere Annahme von Dollars als Zahlungsmittel in Frage stellte. Während die politischen Unsicherheiten in letzter Zeit zweifellos zugenommen haben, hat sich die Lage im ökonomischen Bereich etwas geklärt. Wenn es den Vereinigten Staaten gelingt, über längere Zeit eine restriktive Geldpolitik zu verfolgen, wird sich das günstig auf den Dollarkurs auswirken. Gleichzeitig dürfte die Frage der Dollarsubstitution durch Sonderziehungsrechte oder eine andere Korbwährung an Aktualität verlieren.

3. Die monetäre Entwicklung

Die in den großen OECD-Ländern (d.h. der Bundesrepublik Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien und den USA) bereits zu Beginn dieses Jahres eingeleitete restriktivere Geldpolitik ist im Verlaufe des Jahres noch verstärkt worden. Die Zentralbanken praktisch aller Länder haben nicht nur die offiziellen Zinssätze angehoben, sondern das monetäre Wachstum auch mit anderen liquiditätsverknappenden Maßnahmen unter Kontrolle zu bringen versucht, um so die neu aufkommenden Inflationsimpulse zu unterdrücken. Die Gefahr, daß damit die in der Weltwirtschaft bereits vorhandenen rezessiven Tendenzen noch verstärkt werden, ist nicht völlig auszuschließen.

In den *Vereinigten Staaten* verfolgt das Federal Reserve System seit Anfang Oktober eine restriktive Geldpolitik, um die Teuerung und die Abwertung des Dollars zu bremsen. Der Diskontsatz wurde auf 12% erhöht und erreichte damit den höchsten Stand in der Geschichte des amerikanischen Zentralbankensystems. Zudem wurden spezielle Mindestreserven eingeführt, mit denen vor allem der Zuwachs auf Eurodollardepósitos und Zeitdepósitos in großer Stückelung belastet wird. Besondere Beachtung verdient der Entschluß des Federal Reserve, die Geldmenge nicht mehr über die Federal Funds Rate, sondern über die Bankreserven oder die monetäre Basis zu steuern.

Diese Änderung im geldpolitischen Konzept führte zu einem Anstieg des gesamten Zinsniveaus. Die Federal Funds Rate stieg von knapp 12% anfangs Oktober auf über 15% am Ende des Monats. Die langfristigen Zinssätze zogen in der gleichen Zeitspanne um rund einen Prozentpunkt an. Der Wechselkurs reagierte ebenfalls auf die neuen Maßnahmen, wurde doch der Dollar auf den Devisenmärkten zusehends stärker.

Die Entwicklung der monetären Aggregate erlaubt noch keine Beurteilung der jüngsten Maßnahmen. Das Wachstum der monetären Basis beschleunigte sich von Mai bis September. Trotz mehrerer Diskontsatzserhöhungen und eines steilen Anstiegs der Federal Funds Rate war die Geldpolitik, beurteilt an der monetären Basis, in dieser Phase nicht restriktiv. Die Wachstumsrate der monetären Basis nahm erst im Oktober ab. Wird der restriktive Kurs der Geldpolitik in den nächsten Monaten beibehalten, dann darf erwartet werden, daß die Kreditnachfrage,

die im dritten Quartal unvergleichlich stark zunahm, im vierten Quartal drastisch zurückgehen wird.

Der restriktive Kurs dürfte in nächster Zeit beibehalten werden, denn angesichts der gegenwärtigen Teuerungsrate von annähernd 13% entspricht die Politik des neuen Leiters des amerikanischen Zentralbankensystems weitgehend den Vorstellungen innerhalb der amerikanischen Notenbankleitung. Das Federal Reserve genießt auch die Unterstützung der Administration. In der breiten Öffentlichkeit schlägt immer mehr die Meinung durch, daß längerfristig die hohen Inflationsraten der Volkswirtschaft mehr Schaden zufügen als die heutige restriktive Geldpolitik. Die überraschende Widerstandsfähigkeit der amerikanischen Wirtschaft im dritten Quartal 1979 hat die Öffentlichkeit in dieser Meinung noch bestärkt. Das Federal Open Market Committee, dessen Mitglieder im Sommer nur mit knapper Mehrheit der Erhöhung der Federal Funds Rate zustimmten, steht jetzt geschlossen hinter dem neuen geldpolitischen Kurs und nimmt stärkere Fluktuationen der Zinssätze bewußt in Kauf.

In der *Bundesrepublik Deutschland* wird auf Ende Jahr eine Teuerungsrate von annähernd 6% erwartet. Dieser Inflationsschub hat seine Ursachen in der Erhöhung der Erdölpreise, im Anstieg der Importpreise und nicht zuletzt auch in der relativ expansiven Geldpolitik des vergangenen Jahres.

Angesichts dieser unerfreulichen Aussichten an der Preisfront und der nach wie vor starken Konjunktur hat die Deutsche Bundesbank im Laufe dieses Jahres einen zunehmend restriktiven geldpolitischen Kurs verfolgt. Der Lombard- und der Diskontsatz wurden am 1. November zum fünften Mal in diesem Jahr erhöht, nämlich auf 7% bzw. 6%. Gleichzeitig mit der Erhöhung der Leitzinssätze wurden die Rediskontkontingente um 4 Mrd Mark heraufgesetzt, was eine entsprechende Ausweitung der freien Liquiditätsreserven bedeutet. Als Folge dieser Maßnahmen hat sich das Wachstum der Zentralbankgeldmenge etwas verlangsamt. Es betrug im Oktober rund 7,5% (Veränderung gegenüber Vorjahresmonat), nachdem es sich in der ersten Jahreshälfte noch auf rund 10% belief. Die Bundesbank wird wahrscheinlich 1979 das Ziel für die Zentralbankgeldmenge, das auf 6 bis 9% festgesetzt wurde, erreichen (Wachstum 4. Quartal 1978 bis 4. Quartal 1979).

Der restriktivere Kurs der Bundesbank drückte sich auch in der Entwicklung der Geldmengen M_1 und M_2 aus. Ihre Wachstumsraten sanken von 11,4% bzw. 12,8% im Februar auf 5,7% bzw. 10% im September. Die Zinssätze erreichten im dritten Quartal 1979 das höchste Niveau seit 1975. Diese Entwicklung ist sowohl das Ergebnis der Zentralbankpolitik als auch der Beschleunigung der Inflation. Sehr aufschlußreich sind in diesem Zusammenhang die Veränderungen in der Zinsstruktur: Während beispielsweise im Juli die kurzfristigen Zinssätze noch unter den langfristigen lagen, war es Ende Oktober genau umgekehrt. Die gegenwärtige Konstellation der Zinssätze deutet darauf hin, daß längerfristig mit einer Senkung des Zinsniveaus gerechnet wird, was

wiederum auf eine Änderung der Inflationserwartungen zurückgeführt werden könnte. Im Sommer wurde vielerorts eine Beschleunigung der Inflation erwartet, während man gegenwärtig bereits wieder mit einem Abklingen der Teuerung im nächsten Jahr rechnet.

In *Großbritannien* gibt die starke Teuerung, die im September rund 16,5% betrug, nach wie vor Anlaß zu Besorgnis. Seit Beginn dieses Jahres ist die Inflationsrate kontinuierlich angestiegen, und eine Trendwende ist vorläufig nicht in Sicht. Die Inflationsbekämpfung bildet deshalb das Hauptziel der britischen Geldpolitik.

Die Bank of England beabsichtigt, mit Hilfe einer restriktiven Politik die Geldmenge M_3 , die im Sommer noch mit einer Rate von über 12% wuchs, wieder in den Zielbereich von 7 bis 11% hineinzubringen. Um die inländische Kreditexpansion, welche die wichtigste Entstehungskomponente der Geldmenge M_3 darstellt, einzudämmen, wurde im November der Diskontsatz von 14% auf 17% erhöht. Die im Oktober vorgenommene Aufhebung der Kapitalverkehrskontrollen wird den restriktiven Kurs der Bank of England tendenziell unterstützen. Der erwartete Kapitalabfluß dürfte den Kurs des britischen Pfundes eher senken. Die internationale Wettbewerbsfähigkeit der britischen Wirtschaft wird dadurch verbessert und die Durchsetzung einer restriktiven Politik erleichtert.

Im dritten Quartal 1979 lag das Wachstum der Geldmenge M_3 wieder innerhalb des angestrebten Zielbandes. Die Bank of England wird alles unternehmen, um Abweichungen von diesem Ziel, dessen Geltungsdauer bis auf Mitte Oktober 1980 ausgedehnt wurde, zu verhindern. In nächster Zukunft ist deshalb weiterhin mit relativ hohen Zinssätzen zu rechnen.

In *Frankreich* erreichte die Inflationsrate im September einen Stand von 11%, während die kurzfristigen Zinssätze auf über 12% kletterten. Die französische Notenbank konnte somit ihre Absicht verwirklichen, das Zinsniveau über der Inflationsrate zu halten. Trotz dieses Zinsanstiegs und der Bemühungen der Banque de France, die Liquidität im Bankensystem durch eine Senkung der monetären Basis zu reduzieren, wächst die Geldmenge M_2 immer noch schneller als erwünscht.

Im Juli erhöhte sich die Geldmenge M_2 um 12,6%, ob- schon das anvisierte Ziel nur 11% betrug. Dennoch wurde für 1980 wiederum ein Geldmengenziel von 11% angekündigt. Um dieses Ziel zu erreichen, hat die Banque de France im September die seit 1974 geltende Kreditplafonierung verschärft, indem sie die zulässigen Kreditzuwachsrate um einen halben Prozentpunkt reduzierte.

In *Italien* expandierte sowohl die Geldmenge als auch das Kreditvolumen seit dem Frühjahr schneller, als es den Vorstellungen (18% für beide Aggregate) der italienischen Notenbank entsprach. Um das Geldmengenwachstum von 20,1% im Juli zu bremsen, wurden anfangs Oktober der offizielle Diskontsatz von 10,5% auf 12% und die «Prime Rate» gar auf 16,5% angehoben.

Wesentlich gewichtiger als diese Zinssatzerhöhungen sind aber die neu eingeführten Kreditrestriktionen. Demnach dürfen die Geschäftsbanken ihren Kunden nicht mehr Geld ausleihen, als diese im Mai dieses Jahres geschuldet haben. Da der Kreditgewährungsspielraum im Mai nicht voll ausgeschöpft war, wirkt sich diese Bestimmung restriktiv aus. Mit diesen Maßnahmen soll die sich beschleunigende Teuerung – sie erreichte im September 16,8% und wird für Ende 1979 mit 18,5% prognostiziert – bekämpft werden.

In Japan befürchtet die Notenbank ein baldiges Durchschlagen der gegenwärtig rasch ansteigenden Großhandels- (12,6% im September) auf die Konsumentenpreise (3,1%). Der offizielle Diskontsatz wurde deshalb anfangs November bereits zum dritten Mal innerhalb dieses Jahres erhöht. Er liegt gegenwärtig bei 6,25%.

Auf diese Weise sollen auch die Zinsunterschiede zwischen Japan und den USA verkleinert werden. Nach Ansicht der japanischen Notenbank ist die Schwäche der japanischen Währung nicht zuletzt auf einen zinsinduzierten Kapitalabfluß nach den Vereinigten Staaten zurückzuführen. Zusammen mit den etwas restriktiver gehandhabten Kreditzuwachsbeschränkungen sollte es möglich sein, das Wachstum der monetären Aggregate und die Inflationsrate unter Kontrolle zu bringen.

4. Die internationale Währungslage

Die ruhige Wechselkursentwicklung der ersten Jahreshälfte fand im zweiten Halbjahr keine Fortsetzung. Der Kurs der wichtigsten Währung, des amerikanischen Dollars, der in den ersten sechs Monaten des Jahres handelsgewichtet ziemlich kontinuierlich gestiegen war, fiel in den Monaten Juni und Juli insgesamt um 3%. Eine eigentliche Währungskrise, wie sie im Vorjahr eingetreten war, konnte nicht zuletzt dank massiver Dollarkäufe der Notenbanken verhindert werden. Es zeigte sich, wie bereits Ende 1978, daß die Zentralbanken nicht mehr bereit sind, unerwünschte Wechselkursentwicklungen hinzunehmen, und diese bei koordiniertem Verhalten durchaus verhindern können. Im August und September verharrte der Dollarkurs auf relativ tiefem Niveau.

Seit dem dritten Quartal gilt die Hauptsorge der amerikanischen Währungsbehörden der Inflation. Die Konsumentenpreise stiegen im September um nahezu 13%. Auf dem Hintergrund einer unerwarteten Verbesserung der amerikanischen Konjunkturlage und einer übermäßig starken Ausweitung der Geldmenge entschloß sich das Federal Reserve am 6. Oktober, das geldpolitische Konzept zu ändern (siehe Ziffer 3). In der Folge erreichten die realen Zinssätze zum ersten Mal seit längerer Zeit wieder positive Werte. Die Differenz zwischen den kurzfristigen Zinssätzen in den Vereinigten Staaten und anderen wichtigen Industrieländern, die sich seit Oktober 1978 verringert hatte, nahm von neuem zu und

erreichte im Falle der Bundesrepublik Ende Oktober mit 6 Prozentpunkten annähernd wieder den Wert des Vorjahres. Die Glaubwürdigkeit der Währungsbehörden, die die Geldmengenziele in der Vergangenheit häufig verfehlten, dürfte durch diese Maßnahme wesentlich erhöht worden sein, zumal über die Priorität der Inflationsbekämpfung kaum mehr Zweifel bestehen. Ein Beweis für das wiedergewonnene Vertrauen war die rasche Erholung des Dollars. Zwei Wochen nach Ankündigung der neuen Maßnahmen war der handelsgewichtete Dollarkurs bereits um 2% gestiegen. Damit war das Kursniveau vom Juni – das höchste dieses Jahres – wieder erreicht.

Ein Vergleich der währungspolitischen Maßnahmen vom Oktober dieses Jahres mit denjenigen von November 1978 zeigt die Bedeutung des jüngsten Zentralbankentscheids. Damals ging es in erster Linie um Devisenmarktoperationen, diesmal um die Geldpolitik als Ganzes. Der Unterschied ist grundlegend. Da Devisenmarktoperationen nur einen Teilaspekt der Geldpolitik darstellen, können noch so massive Stützungskäufe bei gesamthaft expansiver Geldpolitik – wie das Beispiel der Vereinigten Staaten zeigt – keinen anhaltenden Kursanstieg gewährleisten. Außerdem beziehen sich Devisenmarktoperationen stets auf zwei Währungen. Aus naheliegenden Gründen hat das Federal Reserve den Dollarkurs in erster Linie durch Verkäufe Deutscher Mark zu beeinflussen versucht.

Die deutschen Währungsbehörden sind jedoch nicht gewillt, die mit der Dollarstützung verbundene Ausdehnung der deutschen Geldmenge zu akzeptieren und einer längerfristigen Lösung des Dollarproblems durch Steigerung der deutschen Inflation Hand zu bieten. Diese Haltung dürfte wesentlich mit zum Kurswechsel in der amerikanischen Währungspolitik beigetragen haben.

Der Kurs des britischen Pfundes, der mehr als ein Jahr lang fast anhaltend gestiegen war, erreichte im Juli seinen höchsten Wert. Vom Ende des Monats bis zum 19. Oktober fiel er dann um 7%, was als Korrektur eines übertriebenen Kursanstiegs zu interpretieren ist. Die weitere Entwicklung der britischen Währung ist schwer vorauszu sehen, da das Ausmaß des Überschießungseffektes unbekannt und das Gelingen der restriktiven Geld- und Finanzpolitik angesichts der schwachen Konjunkturlage unsicher ist. Im Berichtszeitraum wurden in Großbritannien wichtige währungspolitische Maßnahmen ergriffen. Das britische Schatzamt hat am 23. Oktober die Beseitigung sämtlicher noch bestehender Devisenkontrollen (ausgenommen gegenüber Rhodesien) bekanntgegeben, nachdem die Bestimmungen bereits im Sommer gelockert worden waren. Die Auswirkungen dieser Maßnahmen, die in bezug auf Zeitpunkt und Ausmaß, aber nicht als solche überrascht haben, sind schwer abzuschätzen. Da die kurzfristigen Zinssätze heute im Unterschied zur Situation, wie sie noch am Monatsanfang bestand, in den USA höher sind als in Großbritannien, kann erwartet werden, daß der Kapitalexport zunimmt und einen tendenziell kursenkenden Effekt auf das britische Pfund ausübt.

Der Kurs des japanischen Yen ist auch im dritten Quartal weiter gefallen. Der Yen-Kurs lag am 19. Oktober handelsgewichtet um 21% unter dem Höchstwert vom Oktober 1978. Zur anhaltenden Schwäche der japanischen Währung dürfte eine Reihe von Faktoren beigetragen haben. Eine zentrale Rolle spielt die sehr starke Auslandsabhängigkeit bei der Erdölversorgung, die wesentlich zur Verschlechterung der japanischen Ertragsbilanz beigetragen hat. Eine weitere Ursache der Kursentwicklung sind die vergleichsweise hohen Zinssätze in den Vereinigten Staaten, die Anlagen in Yen relativ weniger attraktiv erscheinen lassen. Längerfristig ist allerdings davon auszugehen, daß die grundsätzliche Stärke und Dynamik der japanischen Wirtschaft eine Wende in der Kursentwicklung herbeiführen werden.

Das Europäische Währungssystem hat eine größere Bewährungsprobe überstanden. Am 24. September wurde ein erstes Realignment vorgenommen und der Leitkurs der Deutschen Mark gegenüber der Dänischen Krone um 5% und gegenüber den übrigen Währungen um 2% aufgewertet. Der Kurs der Mark hatte sich bereits während längerer Zeit an der oberen Bandbreitengrenze bewegt, bis die zunehmend restriktive Geldpolitik, die die Bundesbank aus Sorge um die steigende Inflationsrate verfolgte, eine Paritätsanpassung unumgänglich machte. Damit hat sich gezeigt, daß es trotz kompliziertem Verfahren möglich ist, Leitkursanpassungen vorzunehmen, ohne eine destabilisierende Spekulation auszulösen. Daß dies nicht immer so sein muß, liegt auf der Hand. Einen weiterhin ruhigen Kursverlauf nahm im Berichtszeitraum der französische Franken, während sich der Kurs der italienischen Lira nicht zuletzt als Folge der massiven Inflationsbeschleunigung etwas abschwächte.

Im Berichtszeitraum wurde die sechs Monate nach Inkrafttreten fällige Überprüfung des EWS vorgenommen. Sie erfolgte an der Ratstagung vom 17. September in aller Stille und führte nicht zu Änderungen im System. Die Erfahrungen der ersten Monate haben gezeigt, daß das Wechselkurssystem bis jetzt ohne größere Schwierigkeiten funktioniert hat, die geplante wirtschaftliche Annäherung der Teilnehmerländer hingegen kaum Fortschritte erzielte. Insbesondere sind die Differenzen in den Inflationsraten – auf allgemein höherem Inflationsniveau – nach wie vor sehr groß. Wenn es in Europa nicht gelingt, eine einheitliche Geldpolitik durchzusetzen und die Inflationsraten zu senken, wird die Gewährleistung eines Fixkurssystems in absehbarer Zukunft auf große Schwierigkeit stoßen.

5. Die Jahrestagung des Internationalen Währungsfonds und der Weltbank

An der Jahrestagung des Internationalen Währungsfonds (IWF), die Anfang Oktober in Belgrad stattfand, wurde die Inflationsbekämpfung beinahe einstimmig als wichtigste Aufgabe der Wirtschaftspolitik bezeichnet. Allfällige Kosten in Form von Beschäftigungs- und Wachstumsverlusten müßten nach Meinung des IWF in

Kauf genommen werden, da ein Konjunkturaufschwung nur auf der Grundlage stabilerer Preise möglich sei. Entscheidend für die Verwirklichung des Stabilitätsziels ist natürlich nicht der Aufruf des IWF, sondern der Wille der nationalen Regierungen und Währungsbehörden, eine solche Politik auch wirklich zu verfolgen. Trotzdem ist der Appell des Fonds nicht ohne Bedeutung, denn es dürfte das erste Mal sein, daß der Inflationsbekämpfung durch eine internationale Organisation so eindeutiger Vorrang zugesprochen worden ist.

An der Jahrestagung wurden keine konkreten Beschlüsse gefaßt, die für das internationale Währungsgeschehen von unmittelbarer Bedeutung sind. Für die weitere Zukunft müssen jedoch die Aufträge des Interimsausschusses an das Exekutivdirektorium beachtet werden: Erstens sollen Mittel und Wege gefunden werden, um die Zinskosten der Finanzierungsvorkehrungen («Witteen-Fazilität») zu senken. Zweitens ist eine Verlängerung der maximalen Rückzahlungsfrist für Ziehungen im Rahmen der erweiterten Fondsfazilität von acht auf zehn Jahre zu prüfen. Und drittens sollen die offenen Fragen des Substitutionskontos weiter bearbeitet werden. Der Interimsausschuß wird an seiner nächsten Sitzung vom 25. April 1980 über die Fortschritte orientiert werden.

Der Plan für ein Substitutionskonto sieht vor, daß der Währungsfonds Dollareinlagen von Mitgliedländern und anderen Währungsbehörden gegen einen entsprechenden Betrag von Sonderziehungsrechten (SZR) entgegennimmt. Auf diese Weise soll ein allfälliger Dollarüberhang konsolidiert und die Stellung der SZR als Reservemedium gestärkt werden. Das Substitutionskonto wird sowohl den Erfordernissen der Industrie- wie auch jenen der Entwicklungsländer entsprechen müssen. Noch nicht gelöst sind die Fragen der Liquidität der Titel, der Verzinsung und der Kapitalwerterhaltung bei schwankenden Wechselkursen.

B. Konjunkturlage in der Schweiz

1. Die Entwicklung im monetären Bereich

Kapitalmarkt

Die seit dem Monat März am Kapitalmarkt festzustellende Tendenz zu höheren Zinssätzen hat sich in der zweiten Jahreshälfte verstärkt. Trotz gewisser Vorbehalte ist für die Lagebeurteilung die Durchschnittsrendite eidgenössischer Obligationen gut geeignet. Mit 3,06% erreichte diese Rendite zu Beginn des Monats März einen Tiefpunkt. Bereits Ende März lag sie jedoch bei rund 3,20% und verharrte bis anfangs Juni auf diesem Niveau. Von Juni bis Mitte Oktober schwankte die Obligationenrendite um 3,50%. Seit Ende Oktober ist sie kontinuierlich angestiegen und erreichte Ende November bereits einen Wert von rund 4%. Der deutliche Anstieg des Zinsniveaus hatte sowohl auf die Ausgabekonditionen der Obligationenanleihen als auch auf den Kapitalexport eine nachhaltige Wirkung.

Der Klimawechsel auf dem Kapitalmarkt manifestiert sich an den Konditionen der vom Bund vorgenommenen Emissionen. Im Februar wurde eine zwölfjährige Anleihe von 250 Mio Franken mit einem Zinssatz von 2¾% und einem Emissionskurs von 100,50% erfolgreich platziert. In der zweiten Augushälfte erfolgte die Emission einer elfjährigen 200 Mio Anleihe zu pari und mit einem Coupon von 3¾%, während anfangs November eine geplante 250 Mio Anleihe infolge mangelnden Interesses der Anlegerschaft auf 200 Mio Franken reduziert werden mußte. Dabei wurde die Anleihe in zwei Tranchen von 120 Mio und 80 Mio Franken aufgeteilt. Für die erste Tranche wurde ein Couponsatz von 3¾% und eine Laufzeit von 9 Jahren festgelegt, während die entsprechenden Konditionen für die zweite Tranche 4% bzw. 15 Jahre betragen.

Die Entwicklung am Kapitalmarkt verlief, wie bereits aus dem Anstieg der Obligationenrendite hervorgeht, nicht kontinuierlich. Die seit Mitte des Jahres beobachtete Kursstabilität hielt in der Berichtsperiode vorerst für einige Wochen an. Am Primärmarkt konnten bis Mitte Oktober sämtliche Anleiheemissionen erfolgreich platziert werden. Das Zinsniveau verharrte auf dem Satz von 3¾% für Schuldner erster Adressen bei Laufzeiten von 8 bis 10 Jahren. Die Banken begaben im Monat Oktober auch Anleihen mit Laufzeiten bis zu 14 Jahren und einem Couponsatz von 4%.

Mitte Oktober begannen die vorbörslichen Kurse langsam abzubrockeln und unter die Emissionskurse zu fallen. Als kurz darauf die 3¾%-Anleihe von 75 Mio Franken der Stadt Zürich mit einer Laufzeit von 10 Jahren einen Fehlbetrag von 17 Mio Franken zeitigte, begann sich eine Anpassung des allgemeinen Zinsniveaus anzubahnen.

Die bereits erwähnte 200 Mio Anleihe der Eidgenossenschaft, die in zwei Tranchen aufgeteilt wurde, fiel der Entwicklung entsprechend in eine ungünstige Zeit. Wurden die Konditionen in den vorangehenden Verhandlungen selbst von den Banken noch als marktkonform bezeichnet, so notierten während der Zeichnungsfrist die Kurse vergleichbarer Obligationen täglich tiefer. Der Anleihebetrag wurde nicht voll gezeichnet, obwohl der Bund erstmals seit dem September 1976 einen Couponsatz von 4% – allerdings bei einer Laufzeit von nicht weniger als 15 Jahren – offerierte. In dieser Situation wurde der nicht gedeckte Betrag der Anleihe ausgeklammert und die beiden Tranchen auf die effektiv eingegangenen Anmeldungen beschränkt.

Die Unruhe am Kapitalmarkt hat sich aber auch in der Folgezeit nicht merklich gelegt. Der Markt blieb bei kleinen Umsätzen labil. An der Vorbörse notierte die neue 3¾%-Anleihe des Bundes um 98,25%, die 4%-Anleihe um 99,75%. Damit sind aber auch die Konditionen für die übrigen Neuemissionen in ihren Größenordnungen vorgegeben.

Die Ereignisse in der jüngsten Vergangenheit haben die Emissionssyndikate bei der Festlegung der Anlei-

hensbedingungen zur vermehrten Flexibilität veranlaßt. Die Anpassung an veränderte Marktkonstellationen erfolgte rasch und notfalls selbst noch während der Zeichnungsfrist. Während der Ausgabepreis der in der ersten Novemberhälfte begebenen Swissair-Anleihe noch während der Emissionsfrist um 1% auf 99% reduziert wurde, setzte man bei anderen zur Zeichnung aufliegenden Anleihen die Laufzeiten teilweise recht deutlich bis auf 9 Jahre herab. Trotzdem wurden die Anleihen durch die eingegangenen Zeichnungen teilweise nicht voll gedeckt. In der zweiten Novemberhälfte gelangte dann die Schweizerische Bankgesellschaft mit einer Obligationen-anleihe von 4½% und einer Laufzeit von 14 Jahren an den Markt.

Trotz steigender Zinssätze lag die Nettobeanspruchung des Kapitalmarktes in der Periode Januar bis Oktober 1979 mit 4,5 Mrd Franken um 1,1 Mrd Franken über dem Volumen in der entsprechenden Vorjahresperiode. Die Entwicklung des Emissionsvolumens scheint darauf hinzudeuten, daß die Unternehmungen ihre Nachfrage nach Kapital nicht sofort an die Veränderung des Zinsniveaus anpaßten. Ein Teil der Schuldner wartete zu, bis die Zinssätze ihren Tiefpunkt erreicht hatten. Eine deutliche Zunahme der Nettobeanspruchung war erst im Mai festzustellen, als sich die Umkehr in der Zinsentwicklung abzuzeichnen begann.

Durch den Anstieg der inländischen Zinssätze verlor der schweizerische Kapitalmarkt an Attraktivität für ausländische Schuldner. Die Banken ließen deshalb bei den ausländischen Anleihen Vorsicht walten und verzichteten auf die Durchführung einiger Emissionen ausländischer Adressen, die für November und Dezember vorgesehen waren. Der von der Nationalbank statistisch erfaßte, bewilligungspflichtige Kapitalexport bildete sich demzufolge seit August laufend zurück.

Dennoch läßt sich bereits heute sagen, daß der bewilligungspflichtige Kapitalexport 1979 ein Rekordvolumen erreichen wird. In den ersten neun Monaten betrug der Kapitalexport 23,1 Mrd Franken und lag somit bereits im September um 1,2 Mrd Franken über dem gesamten Kapitalexport für 1978. Die Zunahme bis Ende September betrug 37,5% gegenüber dem entsprechenden Vorjahreswert.

In den Monaten August bis Oktober lag der Kapitalexport 27,4% über dem Stand der vergleichbaren Vorjahresperiode. Diese Zunahme ist vor allem auf eine außergewöhnliche Ausdehnung der Kredite an ausländische Schuldner zurückzuführen. Die Kredite nahmen um 68% zu, während sich der Betrag der Anleiheemissionen nur um 27,7% erhöhte und Notesplazierungen gar um 8% zurückgingen.

Die Strukturverschiebung beim Kapitalexport läßt sich dadurch erklären, daß die Kredite gegenüber den relativ strengen Rückzahlungsvorschriften für Anleihen und Notes eine hohe Flexibilität aufweisen. Dies wird in einer Phase, in der bezüglich der zukünftigen Zins- und Wechselkursentwicklung große Unsicherheit besteht, als wesentlicher Vorteil empfunden.

Devisen- und Geldmarkt

Nachdem im Juli der Dollarkurs stark gefallen war, beruhigte sich die Lage am Devisenmarkt nach einigen Interventionskäufen durch die Nationalbank wieder. Bis Mitte September verlief die Entwicklung der Wechselkurse relativ ruhig. Die Beschleunigung der amerikanischen Inflation bei einer nach wie vor expansiven Geldpolitik verursachte einen kometenhaften Anstieg des Goldpreises. Die Hektik am Goldmarkt schlug in der zweiten Monathälfte September auch auf die Devisenmärkte durch. Der Kurs des Dollars fiel Ende September innerhalb weniger Tage von Fr. 1.6255 auf 1.5335, während der Kurs der D-Mark von Fr. 89.25 auf 88.55 sank. Massive Interventionen seitens der Nationalbank waren notwendig, um die Wechselkurse zu stabilisieren.

Im Oktober beruhigte sich die Lage am Devisenmarkt zusehends. Der geldpolitische Kurswechsel in den USA führte zu einer nachhaltigen Aufwertung des Dollars. Ende Oktober lag der Wechselkurs des Frankens gegenüber dem Dollar um 7% und gegenüber der D-Mark um 3,4% unter dem Stand zu Beginn des Monats.

Der nominelle Außenwert des Frankens, gewichtet mit den Exporten nach 15 wichtigen Handelspartnern der Schweiz, erhöhte sich von August bis Oktober um 3,8% und ging im November wieder um 1,9% zurück. Er lag damit um 4,6% unter dem Vorjahresniveau. Der reale Außenwert des Frankens entsprach im November jenem von Anfang 1978.

Obwohl die Nationalbank in den vergangenen Monaten beträchtliche Käufe am Devisenmarkt tätigen mußte, schwankte die monetäre Basis seit April innerhalb einer relativ engen Marge. Dies war möglich durch den flexiblen Einsatz von Swapkrediten. Als beispielsweise am Anfang des Sommers der Dollar und die D-Mark unter Druck gerieten, erwarb die Nationalbank im Laufe des Monats Juli Devisen im Umfang von rund 2,7 Mrd Franken. Gleichzeitig ließ sie Swapkredite im Betrag von rund 3 Mrd Franken auslaufen. Daher bildete sich die monetäre Basis in dieser Periode trotz der massiven Interventionen leicht zurück (-200 Mio Franken). Auf ähnliche Weise wurden die geldpolitischen Instrumente von Mitte September bis Mitte Oktober eingesetzt, wobei man allerdings auch Liquidität durch Abschöpfungsswaps abbaute. Obschon Devisen im Ausmaß von 2,8 Mrd Franken gekauft wurden, erhöhte sich die monetäre Basis in dieser Phase nur um knapp 400 Mio Franken.

Die Stabilisierung der monetären Basis beeinflusste sowohl das Wachstum der verschiedenen monetären Aggregate als auch die Zinssätze. Die Wachstumsrate der Geldmenge M_1 (prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahresmonat) sank von 15,3% im März auf 0,9% im Oktober. Entgegengesetzt verlief die Entwicklung der Geldmenge M_2 und M_3 , deren Wachstumsraten von 7,1% bzw. 8,8% auf 11,9% bzw. 10,3% stiegen.

Die gegenläufige Entwicklung von M_1 und M_2 wird durch den starken Zinsanstieg der letzten Monate sowie

die Bestrebungen der Nationalbank erklärt, die Erhöhung einzelner langfristiger Zinssätze zu verzögern. Der Anstieg der Zinssätze bewirkte eine Umlagerung von Sichteinlagen zu Termineinlagen. Von März bis September nahmen die Sichteinlagen um rund 6 Mrd Franken ab, während sich die Termineinlagen um 10 Mrd Franken erhöhten. Da das Gesamtvolumen dieser Einlagen deutlich anstieg, muß angenommen werden, daß nicht nur Sichteinlagen, sondern auch andere Aktiven in Termineinlagen umgewandelt wurden. Mit einer Zunahme des Gesamtvolumens ist dann zu rechnen, wenn die Kapitalanleger in Erwartung höherer langfristiger Zinssätze ihr Kapital vorübergehend kurzfristig anlegen.

Bekanntlich hat die Nationalbank in den letzten Monaten versucht, sowohl den Anstieg der Rendite eidgenössischer Obligationen als auch des Zinses für Kassenobligationen zu bremsen. Die Nachfrage nach Kassenobligationen ging in der Folge zurück. Einzelne Banken versuchten deshalb, die für die Refinanzierung benötigten Kredite durch Obligationenanleihen sicherzustellen. Von März bis September sank der Kassenobligationenbestand bei 71 Banken um rund 2 Mrd Franken. Ein Teil dieser Gelder floß den Banken in der Form von Termineinlagen zu. Ob es sich hierbei mehrheitlich um langfristige oder kurzfristige Anlagen handelt, ist aufgrund der verfügbaren statistischen Informationen nicht feststellbar.

Der starke Anstieg des Eurofrankenzinssatzes für Dreimonatsdepots von 1,13% im Juli auf 2,52% im Oktober (Monatsdurchschnitte) war nicht zuletzt auch das Resultat der etwas restriktiveren Geldpolitik der Nationalbank und der zunehmenden Inflationserwartungen.

Daneben hatten aber auch noch andere Faktoren einen Einfluß auf das Zinsniveau. Da nicht mit einer markanten Frankenaufwertung gerechnet wurde, regten die hohen ausländischen Zinssätze den Kapitalexport an, der wiederum den Aufwärtsdruck auf das inländische Zinsniveau verstärkte. Trotz der Erhöhung des inländischen Zinsniveaus hat die Zinsdifferenz zwischen Deutschland und der Schweiz von 4,44% im April auf 6,18% im Oktober zugenommen (Geldmarktsatz in Frankfurt minus Eurofrankensatz).

Die Zinserhöhungen auf dem Eurofrankenmarkt bewogen die Großbanken zu einer Anpassung ihrer Kundenfestgeldsätze, da sie anderenfalls mit einem Abfluß an Geldern rechnen mußten. Der Satz für Dreimonatsdepots wurde demzufolge von $\frac{3}{4}\%$ im Juli auf 3% Mitte November angehoben. Angesichts der veränderten Lage auf dem Geldmarkt beschloß die Nationalbank, am 5. November den offiziellen Diskontsatz auf 2% und den Lombardsatz auf 3% zu erhöhen. Gleichzeitig wurde auch die Kommissionsbelastung (Negativzins) auf ausländischen Bankeinlagen von 10% auf $2\frac{1}{2}\%$ pro Quartal herabgesetzt.

Am 25. Oktober erfolgte die zweite Emission von dreimonatigen Geldmarktbuchforderungen. Insgesamt wurden Buchforderungen im Betrag von 406 Mio Franken zu

einem Zins von 2,54% gezeichnet. Davon entfielen 211 Mio Franken auf Konversionen. Eine weitere Emission von 199 Mio Franken ist am 20. November zu einem Zins von 3,76% am Geldmarkt plziert worden.

2. Bemerkungen zur wirtschaftlichen Lage in der Schweiz

Privater Konsum

Die für den privaten Konsum bestimmenden Faktoren haben in jüngster Zeit keine Änderung erfahren. Dies gilt insbesondere für die Lohnentwicklung und die Situation auf dem Arbeitsmarkt. Die Konsumgüterimporte deuten auf eine nach wie vor starke Nachfrage nach dauerhaften Konsumgütern hin. Im Vordergrund des Kaufinteresses stehen Wohnungseinrichtungen, Apparate der Unterhaltungselektronik und Automobile.

Im Widerspruch zu den meisten verfügbaren Informationen über die Entwicklung des privaten Konsums stehen nach wie vor die Umsatzzahlen im Kleinhandel, insbesondere die preisbereinigten Werte. So wurde im dritten Quartal 1979 eine Abnahme der preisbereinigten Kleinhandelsumsätze um 2,6% gegenüber dem Vorjahresquartal ausgewiesen.

Bereits im letzten Quartalsbericht ist auf mögliche Verzerrungen im Deflator der Kleinhandelsumsätze hingewiesen worden. Weitere Abklärungen über das Ausmaß dieser erdölpreisbedingten Verzerrungen bei der Preisbereinigung haben ergeben, daß der reale Konsum – entgegen den vom BIGA errechneten Werten – gegenüber dem Vorjahr nicht zurückgegangen ist. Mit einiger Sicherheit kann gesagt werden, daß der reale Konsum auf dem Niveau des Vorjahres, möglicherweise sogar leicht darüber liegt. Inzwischen versuchte das BIGA – durch Anpassung des Gewichts des Erdöls im Deflator der Kleinhandelsumsätze – wirklichkeitsnähere reale Werte zu erhalten.

Unter Berücksichtigung der Probleme bei der Preisbereinigung kommt man zum Schluß, daß beim privaten Konsum, der zu rund 50% auf Dienstleistungen entfällt, keine Tendenzwende eingetreten ist. Als Folge des Einfamilienhausbooms dürften jedoch Verschiebungen innerhalb des privaten Konsums aufgetreten sein, indem die Ausgaben für das Wohnen und die Wohnungseinrichtungen stärker stiegen als für den übrigen Konsum.

Außenhandel

Der bereits seit einem Jahr stabile nominelle Außenwert des Frankens sowie die Konjunkturbelebung in den wichtigsten Industrieländern haben die Lage in der schweizerischen Exportindustrie verbessert. Dies geht allerdings noch nicht unmittelbar aus der Außenhandelsstatistik hervor. Dagegen deuten die günstige Entwicklung der Bestellungseingänge sowie der steigende

oder unveränderte Arbeitsvorrat bei gleichzeitig erhöhter Produktion auf eine Verbesserung der Lage hin. Da trotz all dieser positiven Anzeichen nach wie vor große Unsicherheit in der Exportindustrie herrscht, ist Euphorie über die Entwicklung im Außenhandel nicht angebracht.

Von Januar bis Oktober dieses Jahres erhöhten sich die Gesamtexporte gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode volumenmäßig um 2,8%. Für das ganze Jahr dürfte das Realwachstum ungefähr 3% betragen. Die seit drei Quartalen nunmehr wieder positiven Exportpreismittelwerte zeigen, daß die schweizerische Teuerung nun auch bei den Güterausfuhren ihren Niederschlag gefunden hat.

Die Exporte von Textilien und Bekleidungswaren pflegen rasch auf Konjunktur- und Wechselkursveränderungen zu reagieren. Der starke Anstieg der Ausfuhren dieses Industriezweiges kommt deshalb nicht überraschend.

Die konjunkturelle Belebung in der schweizerischen Wirtschaft schlägt sich nach wie vor in einem starken Importwachstum nieder. Die Importzahlen sind jedoch weiterhin verzerrt durch die extrem hohe Einfuhr von Schmuck- und Edelsteinen, die mit ihren Preisschwankungen die Importwerte verfälschen.

Die starke Zunahme der realen Einfuhren einerseits und die massive Teuerung im Energieträgerbereich andererseits führten gegenüber dem Vorjahr zu einer Vervielfachung des Handelsbilanzdefizits; von Januar bis Oktober dieses Jahres stieg der Passivsaldo von rund 0,8 Mrd (Vorjahresperiode) auf ungefähr 3,9 Mrd Franken.

Die Verschlechterung der Handelsbilanz in diesem Jahr wird ungefähr zu einer Halbierung des Ertragsbilanzüberschusses von 7,9 Mrd Franken im Jahre 1978 führen. Aufgrund der bisherigen Entwicklung ist für 1979 mit einem Überschuß von 3,5 Mrd bis 4 Mrd Franken zu rechnen. Der Abbau des Überschusses dürfte vorübergehender Natur sein. Im kommenden Jahr werden die Exporte gegenüber 1979 leicht zunehmen. Da aber infolge der erwarteten Konjunkturabschwächung das Importwachstum leicht abnehmen wird, könnte sich das Handelsbilanzdefizit im nächsten Jahr wieder zurückbilden.

Tourismus

Die Sommersaison 1979 ist – gemessen an der Zahl der registrierten Übernachtungen – erwartungsgemäß deutlich unter dem Vorjahresergebnis geblieben. Von Mai bis September frequentierten rund 4% weniger Gäste als in der Vorjahresperiode die Schweizer Hotels und Kurbetriebe. Einer bescheidenen Zunahme der Logiernächte von Inländern steht ein deutlicher Rückgang der ausländischen Hotelgäste gegenüber. Die Stabilisierung des nominellen Wechselkurses hat sich noch nicht in einer Zunahme ausländischer Gäste niedergeschlagen. Immerhin zeigen die ersten Umfrageergebnisse für die

Wintersaison (1979/80) eine gegenüber 1978 leicht gestiegene Nachfrage nach Unterkunftsöglichkeiten. Ob bereits im kommenden Winter die Schweiz ihren verlorenen Anteil am Tourismus wieder zurückerobert, ist fraglich, da in den letzten Jahren das Tourismusangebot im Ausland ausgebaut und attraktiver gemacht worden ist.

Bauwirtschaft

Die günstigen Finanzierungsmöglichkeiten sowie die verhältnismäßig weniger stark expandierende Bautätigkeit im gewerblichen und industriellen Bereich haben in den Sommer- und Herbstmonaten zu einer weiteren Steigerung des Wohnungsbaus beigetragen. Mitte Jahr befanden sich in Gemeinden mit über 2000 Einwohnern 28 465 Wohnungen im Bau. Diese Zahl entspricht ungefähr der Bautätigkeit im Jahre 1975 und liegt damit deutlich höher als im Tiefpunkt der Rezession. Die Belegung der Bautätigkeit ist regional sehr unterschiedlich. Nach den neu erstellten Wohnungen in 92 Städten zu schließen, beschränkt sich der Aufschwung in der Wohnbautätigkeit fast vollumfänglich auf die Großstadt-Agglomerationen Zürich, Bern und Lausanne.

Die von Monat zu Monat ansteigenden offenen Kreditlimiten und die hohen Neubewilligungen von Baukrediten sprechen für eine anhaltend große Wohnbauproduktion, wobei sich eine leichte Verlagerung vom Einfamilienhausbau zum Wohnungsbau abzuzeichnen scheint.

Würde man sich bei der Beurteilung der Bautätigkeit in der Industrie nur auf die gemeldeten Bauvorhaben – insbesondere für großgewerbliche und industrielle Bauten –, die neubewilligten Baukredite sowie die zunehmenden Kapazitätsauslastungen abstützen, so müßte man in der näheren Zukunft auch in diesen Bereichen eine Belegung erwarten. Gemäß den Informationen der Zweiganstalten wird sich die Investitionstätigkeit allerdings weiterhin auf Rationalisierung und Erneuerung beschränken.

Der Großteil der Zunahmen der Bautätigkeit im öffentlichen Sektor entfällt auf einige wenige Großaufträge im Straßenbau in den Kantonen Tessin, St. Gallen und Bern. In 13 Kantonen sind – laut Erhebung des Schweizerischen Baumeisterverbands – die öffentlichen Bauvorhaben dagegen immer noch rückläufig.

Beschäftigungslage

Die Zunahme der Beschäftigung, die im dritten Quartal 1977 ihren Anfang nahm, setzte sich in den Sommer- und Herbstmonaten dieses Jahres weiter fort. Im zweiten Quartal 1979 (letzte verfügbare Zahl) wurde – gemessen am Index der Beschäftigung – das höchste Beschäftigungsniveau seit dem dritten Quartal 1975 erreicht.

Der tertiäre Sektor hat zulasten des industriellen Bereichs die Zahl seiner Beschäftigten erhöht. Der Anteil

der im Dienstleistungssektor Beschäftigten am Total der Erwerbstätigen dürfte damit rund 50% erreicht haben. Eine auffallend starke Personalzunahme verzeichneten die Versicherungsunternehmen, das Gesundheitswesen, die Banken und der Bereich «Beratungen».

Der leichte Personalarückgang im industriellen Sektor geht hauptsächlich zulasten der Textil- und Bekleidungsindustrie, der Papier- und der Uhrenindustrie. Insbesondere im letztgenannten Industriezweig ist der Umstrukturierungsprozeß noch nicht abgeschlossen. Dies illustriert die Zahl der Betriebsschließungen. Die Bauwirtschaft konnte ihren Personalbestand dank dem Zustrom von Saisoniers halten. Von den zusätzlichen saisonalen Arbeitskräften wurden allein 75% von der Bauwirtschaft absorbiert. Weitere 10% fanden im Gastgewerbe Arbeit. Der Rest verteilte sich auf diverse Erwerbsgruppen.

Die große Nachfrage nach Bauleistungen und die damit verbundene Nachfrage nach Arbeitskräften haben – bei unverändertem Arbeitsangebot – zu einem verstärkten Mangel an Arbeitskräften geführt. Verschärft hat sich die Situation im Baugewerbe noch deshalb, weil vor allem gut qualifizierte inländische Arbeitnehmer in andere Berufe abwanderten. Im September entfielen bereits 12 offene Stellen auf einen Stellensuchenden (Juni 1979: 6, September 1978: 3). Neben der Bauwirtschaft konzentriert sich der Arbeitskräftemangel hauptsächlich auf einzelne Berufszweige der Textilindustrie, der Metall- und Maschinenindustrie sowie auf das Gastgewerbe.

Die Zahl der Arbeitslosen (November 8334) nahm weiter ab und lag in den Herbstmonaten erstmals im laufenden Jahr unter dem Vorjahresniveau. Die gestiegene Nachfrage nach Arbeitskräften hat jedoch nicht zu einer entsprechenden Verbesserung bei der Frauenarbeitslosigkeit geführt. Der Anteil der Frauen an den Ganzarbeitslosen hat sich im Verlaufe dieses Jahres vergrößert und lag im September bei 50%. Der Anteil der weiblichen Arbeitskräfte am Total der Beschäftigten beträgt jedoch nur 30%. Es beginnt sich damit ein Phänomen abzuzeichnen, das im Ausland bereits seit einiger Zeit zu beobachten ist. Die mangelnde berufliche und regionale Mobilität der weiblichen Arbeitskräfte, die vielfach durch die Familienverhältnisse (Zweitverdiener) bedingt ist, wirkt sich ungünstig auf die Beschäftigung aus. Auf längere Frist ist deshalb kaum mit einem Abbau der Arbeitslosigkeit bei den Frauen zu rechnen.

Auch wenn gegenüber den vorangegangenen Quartalen die Zahl der Kurzarbeitenden deutlich abgenommen hat, so liegt sie im Durchschnitt des dritten Vierteljahres über dem Vorjahresniveau. Auch in Zukunft ist mit Kurzarbeit zu rechnen. Die Arbeitslosenversicherung gestattet es den Unternehmen, einen Teil ihrer bis anhin fixen Lohnkosten in variable umzuwandeln. Bei sinkender Nachfrage können einzelne Unternehmen versuchen, die Personalkosten durch Kurzarbeit zu senken und einen Teil der Lohnzahlungen auf die Arbeitslosenkassen zu überwälzen. Für die betroffenen Arbeitnehmer bedeutet Kurzarbeit mehr Freizeit bei einem zumindest anfänglich nur bescheidenen Einkommensausfall.

Preise

Der Preisanstieg in den letzten Monaten war nach wie vor von der Verteuerung der importierten Waren und Dienstleistungen geprägt. Als Folge der stabilen nominalen Wechselkurse schlugen die ausländische Inflation und die Erdölpreissteigerungen auf das schweizerische Preisniveau durch. Die aufwertungsbedingte Entlastung der inländischen Preisentwicklung, die vor allem 1978 bedeutend war, fiel in diesem Jahr weitgehend weg. In jüngster Zeit macht sich nun aber auch vermehrt eine hausgemachte Teuerung bemerkbar.

Nach dem leichten Rückgang der Jahresteuerrate von 4,3% im Juli auf 4,0% im August haben die Konsumentenpreise im September um 4,8% und im Oktober um 5,0% gegenüber den entsprechenden Vorjahresmonaten zugenommen. Die höhere Teuerungsrate im September ist größtenteils und der Oktoberzuwachs ausschließlich durch den sinkenden Indexstand in den Monaten September und Oktober 1978 gegenüber den Vormonaten bedingt.

Die Zinsentwicklung auf dem Geld- und Kapitalmarkt läßt erwarten, daß die Hypothekarzinsätze heraufgesetzt werden. Eine Hypothekarsatzerhöhung um $\frac{1}{4}$ Prozentpunkt beispielsweise könnte aufgrund früherer Erfahrungen eine durchschnittliche Mietzinserhöhung um 3,5% nach sich ziehen. Diese wiederum hätte dann einen Anstieg des Konsumentenpreisindex um 0,7% zur Folge. Unberücksichtigt bleiben bei dieser überschlagsmäßigen Rechnung allerdings die Preiserhöhungen für landwirtschaftliche Produkte, die in Anbetracht der hohen Hypothekerverschuldung des primären Sektors ebenfalls steigen könnten.

Die Entwicklung des Großhandelspreisindex, der die Preise von Rohstoffen, Halbfabrikaten und Konsumgütern berücksichtigt, lag im Oktober 6,8% (Oktober 1978/1977: -4,0%) über dem Vorjahresniveau. Entsprechend der ausgeprägten Erdölpreisentwicklung wurde dieser Index durch die Bewegungen der Untergruppe «Energieträger und Hilfsstoffe» (Oktober 1979/78: +23,7%) dominiert. Da der Zusammenhang zwischen Großhandelspreisindex und Konsumentenpreisindex nicht genau geklärt ist, läßt sich nicht zuverlässig vorhersagen, welche Folgen die Teuerung auf der Großhandelsstufe für die Konsumentenpreise hat.

Lohnentwicklung

Die Gewährung von Lohnerhöhungen im Rahmen des Teuerungsausgleichs mit Wirkung ab Anfang des nächsten Jahres ist praktisch überall unbestritten. Jüngste Meldungen über budgetierte Lohnkostensteigerungen einzelner Unternehmungen von bis zu 10% lassen, wenn auch nach Branchen stark differenziert, auf Reallohnerhöhungen für weite Teile der Arbeitnehmer schließen. Die bevorstehenden Lohnerhöhungen werden sich auf die Preisentwicklung auswirken, sei es über die steigende Nachfrage der Lohnempfänger, sei es über die Überwälzung der höheren Personalkosten auf die Preise.

Wahrscheinlich werden die Lohnerhöhungen im tertiären Sektor größer als im sekundären Bereich ausfallen. Deshalb wird sich die Abwanderung von Arbeitnehmern aus der Bauwirtschaft und der Textilindustrie – Bereiche mit relativ stärkeren Lohnschwankungen – weiter fortsetzen. Falls diese Branchen den Personalbestand aufrechterhalten wollen, müssen sie zusätzliche Lohnerhöhungen gewähren.

Öffentliche Haushalte

Über die Budgetzahlungen auf Kantons- und Gemeindeebene liegen bis jetzt nur wenige Angaben vor. Eine grundlegende Tendenz scheint sich immerhin abzuzeichnen. Die budgetierten Ausgaben und Einnahmen von Bund und einzelnen Kantonen liegen im Rahmen des im nächsten Jahr erwarteten Wachstums des nominalen Bruttosozialprodukts (ca. 5%). Auch 1980 wird deshalb die Staatsquote (Anteil der öffentlichen Ausgaben am Bruttosozialprodukt) nicht zunehmen, es besteht sogar die Möglichkeit, daß sie leicht abnimmt. Der Bund sieht für 1980 Einnahmen von 16,0 Mrd (+5,9%) und Ausgaben von 17,3 Mrd Franken (+5,1%) vor. Das Budgetdefizit ist damit gleich hoch wie im letzten Jahr.

3. Die Aussichten für 1980

Konsum

Die Entwicklung des privaten Konsums im nächsten Jahr wird nachhaltig von den Lohnerhöhungen Ende Jahr beeinflusst werden. Aufgrund der angespannten Lage am Arbeitsmarkt wird in zahlreichen Branchen nicht nur der volle Teuerungsausgleich für 1979, sondern auch eine bescheidene Reallohnsteigerung gewährt. Der Trend zu Steuersenkungen auf Kantons- und Gemeindeebene wird im nächsten Jahr zu Steuererleichterungen führen, da sich in vielen Fällen wegen der zweijährigen Veranlagungsperiode die höheren Einkommen erst im Jahre 1981 in höheren Steuerrechnungen niederschlagen werden. Insgesamt sind deshalb für das kommende Jahr erhöhte verfügbare Realeinkommen zu erwarten. Die für 1980 erwartete Abschwächung des Wirtschaftswachstums in wichtigen Industrieländern wird sich auch auf die Schweiz auswirken und die längerfristigen Einkommenserwartungen ungünstig beeinflussen. Dennoch ist von der Einkommenseite her mit einem Anstieg des realen privaten Konsums zu rechnen.

Der gegenwärtige Zinsanstieg im Geldmarkt wird sich auch auf die übrigen Märkte übertragen. Insbesondere werden die Hypothekarzinsen steigen. Die damit verbundenen Mietzinserhöhungen und die stärkere Zinsbelastung der Eigenheimbesitzer werden zu einer Abschwächung der übrigen Konsumausgaben führen. Diese Tendenz wird durch die übrigen, von einer Zinssatzerhöhung ausgehenden Wirkungen (Verteuerung der Konsumkredite, erhöhte Attraktivität der Sparanlagen) noch verstärkt.

Im laufenden Jahr wurde der private Konsum durch den Rückgang der Zahl der ausländischen Touristen ungünstig beeinflusst. Dieser negative Einfluß dürfte im kommenden Jahr dahinfallen, da sich die Wechselkurslage gegenüber dem letzten Jahr deutlich verbessert hat. Für die beginnende Wintersaison wird denn auch bereits Zuversicht geäußert. Dieser Optimismus darf jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, daß das schweizerische Tourismusangebot in den letzten Jahren an Attraktivität eingebüßt hat und dieser Wirtschaftszweig in nächster Zeit Strukturanpassungen zu bewältigen haben wird.

Die Aussichten für den Absatz von dauerhaften Konsumgütern präsentieren sich uneinheitlich. Der in diesem Jahr viel zitierte Nachholbedarf für Autos, der sich im Gefolge der 74er Ölkrise aufgestaut hatte, dürfte auslaufen, wobei diese Entwicklung durch die jüngsten Ölpreiserhöhungen noch verstärkt wird. Für das Jahr 1980 ist deshalb mit niedrigeren Zuwachsraten beim Autoabsatz zu rechnen. Bei den Wohnungseinrichtungen wird sich dagegen die deutliche Belebung im Wohnungsbau in höheren Umsatzzahlen der betreffenden Branchen niederschlagen.

Zieht man alle Einflußfaktoren in Betracht, so scheint es wahrscheinlich, daß im kommenden Jahr der reale private Konsum noch zunehmen wird, wobei er aber seine diesjährige Zuwachsrate nicht erreichen wird.

Beim öffentlichen Haushalt ist vor allem auf kantonaler und kommunaler Ebene eine Tendenz zu Steuersenkungen zu beobachten. Auf der Ausgabenseite werden die Lohnausgaben und einige im Zusammenhang mit der Bautätigkeit stehende Infrastrukturausgaben zunehmen. Insgesamt sind aber keine wesentlichen expansiven Effekte von der öffentlichen Hand zu erwarten. Die Verschlechterung der Finanzlage des Bundes dürfte durch die Verbesserung der Kantons- und Gemeindefinanzen kompensiert werden.

Investitionstätigkeit

Für das laufende Jahr kann von einem eigentlichen Bauboom gesprochen werden. Sämtliche verfügbaren Indikatoren (Baukredite, Baubewilligungen, Auftragsengang und Auftragsbestand sowie die Planvorlagen der Industrie) deuten für 1980 auf eine weitere Zunahme der Bautätigkeit hin. Es gilt jedoch zu beachten, daß die Bautätigkeit empfindlich auf Hypothekenzinssatzänderungen und Konjunkturrückschläge reagiert. Aber gerade im Zins- und Konjunkturbereich ist für die zweite Jahreshälfte mit Veränderungen zu rechnen. Die Hypothekensatzerhöhungen und die konjunkturelle Abflachung werden jedoch die Bautätigkeit erst mit einiger Verzögerung beeinflussen. Deshalb dürfte die Abschwächung frühestens gegen Ende des nächsten Jahres einsetzen.

Obschon in der Industrie vermehrt die Kapazitätsgrenzen erreicht werden¹, muß bezweifelt werden, ob dies Erweiterungsinvestitionen auslöst. Die letzten Jahre waren durch eine so große Unsicherheit über die zukünftige Geschäftstätigkeit gekennzeichnet, daß heute

eine länger anhaltende Auslastung der bestehenden Kapazitäten gegeben sein muß, bis Erweiterungsinvestitionen vorgenommen werden. Trifft dies zu, so werden vom gegenwärtigen Anstoßen an die Kapazitätsgrenzen keine nachhaltigen Impulse auf die industriell-gewerbliche Bautätigkeit ausgehen.

Beim Wohnungsbau ist mit einer Verlagerung vom Ein- auf den Mehrfamilienhausbau zu rechnen. Einerseits dürfte der Nachholbedarf beim Einfamilienhausbau bald befriedigt sein. Andererseits dürften von der erwarteten Kreditverknappung vor allem Einfamilienhausbauten betroffen werden. Nach wie vor sind keine spürbaren Impulse für die Bauwirtschaft von der öffentlichen Hand zu erwarten. Alles in allem wird die Bautätigkeit im nächsten Jahr nochmals, wenn auch im Vergleich zu 1979 weniger ausgeprägt, zunehmen und damit erneut eine wesentliche Stütze der schweizerischen Wirtschaftstätigkeit bilden.

Bei der Beurteilung der Entwicklung der Ausrüstungsinvestitionen ist einmal mehr auf die Unsicherheit in bezug auf die Absatzerwartungen hinzuweisen. Diesem negativen Aspekt steht die Tatsache gegenüber, daß angesichts der gestiegenen Kapazitätsauslastung und des Arbeitskräftemangels weiterhin mit einer Zunahme der Ausrüstungsinvestitionen gerechnet werden kann. Verstärkt wird diese Tendenz durch den Konkurrenzdruck im technischen Bereich und den durch Energieknappheit ausgelösten Zwang zu energiesparenden Maßnahmen.

Außenhandel

Die OECD rechnet für 1980 mit einer Abschwächung des Exportwachstums im OECD-Raum von 6,5% auf 5% und einer Reduktion von 7% auf 2-3% bei den Importen. Diese Entwicklung ist die Konsequenz der prognostizierten konjunkturellen Abschwächung des Wirtschaftswachstums des nächsten Jahres.

Im Export hat die Schweizer Industrie in den vergangenen Jahren nicht in allen Branchen mit dem Wachstum im Welthandel Schritt halten können. Dies war einerseits das Resultat der starken Aufwertung des Schweizerfrankens. Andernteils war es auch das Ergebnis von Strukturschwächen in wichtigen Exportbranchen. Die Tatsache, daß die Strukturbereinigung sich verlangsamt hat und die Wechselkursentwicklung in letzter Zeit für die Exportwirtschaft sehr günstig war, läßt zumindest für die erste Hälfte 1980 einen Exportzuwachs erwarten, der in der Größenordnung der Ausdehnung der Exporte im OECD-Raum liegen dürfte. Die Entwicklung im zweiten Halbjahr wird vornehmlich von der sich verschlechternden Weltkonjunktur beeinflusst werden. Da die schweizerischen Exporte normalerweise mit einer gewissen Verzögerung auf den Konjunkturabschwung reagieren,

¹ Vgl. Konjunkturtest des Instituts für Wirtschaftsforschung für das 3. Quartal 1979.

kann für das kommende Jahr mit einer realen Zunahme der Exporte gerechnet werden, die leicht über derjenigen von 1979 liegt.

Die Importe werden von einer Konjunkturveränderung dagegen rascher beeinflusst. Insbesondere schlägt sich eine Konjunkturabschwächung schnell in niedrigeren Rohstoff- und Halbfabrikate-Einfuhren nieder. Der Wechselkursentwicklung kommt kurzfristig keine entscheidende Bedeutung für die Importentwicklung zu. Da im kommenden Jahr eine leichte Aufwertung des Schweizerfrankens nicht auszuschließen ist, kann von der Wechselkursseite her eine bescheidene Zunahme der realen Importe erwartet werden. Dieser Einfluß wird jedoch von den konjunkturellen Einflußfaktoren deutlich überlagert werden. Ob der negative Einfluß der Konjunkturabschwächung auf die Importe durch Importzunahmen überkompensiert wird, die auf weitere Ölpreissteigerungen zurückzuführen sind, bleibt abzuwarten.

Aufgrund der vorherrschenden Wechselkurs- und Konjunkturerwartungen scheint eine im Vergleich zu 1979 geringere Zunahme der Importe wahrscheinlich. Die Handelsbilanz 1980 dürfte deshalb mit einem geringeren Passivsaldo als 1979 abschließen, was zu einer Vergrößerung des Ertragsbilanzüberschusses führen wird.

Bruttosozialprodukt

Zieht man alle Komponenten des Bruttosozialproduktes in Betracht, so ist mit einer Verlangsamung des Realwachstums im kommenden Jahr zu rechnen. Eine leichte reale Zunahme des Bruttosozialproduktes gegenüber dem laufenden Jahr dürfte jedoch erreicht werden.

Löhne und Preise

Welches sind die möglichen Auswirkungen der erwarteten Entwicklung auf den Arbeitsmarkt und die Preise? Das Jahr 1979 hat die Unternehmer gelehrt, daß das bestehende Arbeitsangebot im Vergleich zu früher eine wirksame Kapazitätsgrenze bildet. Gegenwärtig können nur noch sehr beschränkt zusätzliche Arbeitskräfte aus dem Ausland rekrutiert werden, so daß der Arbeitsmarkt im Gegensatz zu früheren Aufschwungsphasen eine bedeutendere Bremse des Wachstums bildet. Angesichts der jüngsten Erfahrungen mit dem Arbeitskräftemangel dürften die Unternehmer in Zukunft noch vermehrt bestrebt sein, ihre Arbeitskräfte auch in Zeiten schlechteren Geschäftsgangs so weit als möglich zu halten. Dies wird aber nur dann der Fall sein, wenn die Unternehmer einen Nachfragerückgang als vorübergehend einstufen. Wird die Nachfrageschrumpfung hingegen als permanent betrachtet, so werden die Arbeitskräfte relativ rasch abgebaut werden.

Erweist sich die Prognose über die Konjunkturabschwächung der Weltwirtschaft als zutreffend, so werden in der Schweiz aufgrund dieses Nachfrageverhaltens auf dem Arbeitsmarkt regional stark unterschiedliche Auswirkungen auf die Beschäftigung zu beobachten sein. In Regionen mit strukturschwachen Bran-

chen (vor allem in der Uhrenindustrie) könnte die Ganzarbeitslosigkeit relativ rasch zu einem ernsthaften Problem werden. Dagegen dürften in den übrigen Gebieten Nachfrageausfälle eher durch Teilarbeitslosigkeit und kurzfristige innerbetriebliche Umdisposition der Arbeitskräfte aufgefangen werden. In der zweiten Jahreshälfte 1980 kann eine Zunahme der Kurzarbeit, aber auch der Arbeitslosigkeit nicht ausgeschlossen werden. Die Verschlechterung der Beschäftigungslage wird zu einer Abschwächung der Lohnsteigerungen führen.

Die Ende dieses Jahres gewährten Lohnerhöhungen werden sich im nächsten Jahr in Preissteigerungen niederschlagen und die bereits heute zu beobachtende hausgemachte Teuerung noch verstärken. Die Hypothekarzinssteigerungen werden ihre Wirkung auf die Mieten ebenso wenig verfehlen wie die Lohnsteigerungen auf die administrierten Preise.

Etwas weniger düster als die Aussichten für die Preisentwicklung in den nächsten Monaten ist der Blick auf den langfristigen Preistrend. Vor allem in der zweiten Jahreshälfte dürfte der Inflationsauftrieb etwas nachlassen. Die Ölpreise, die im Juni des laufenden Jahres ihren (vorläufigen) Höhepunkt erreichten, werden ab Mitte des nächsten Jahres den Index nur noch über Sekundäreffekte belasten. Zudem könnte eine leichte Aufwertung des Schweizerfrankens die importierte Inflation verringern. Erste, wenn auch im nächsten Jahr noch bescheidene Wirkungen auf die Preisentwicklung werden von der in diesem Jahr eingeleiteten, leicht restriktiven Geldmengenzpolitik ausgehen. Positive Wirkungen werden vor allem mit der weltweiten Konjunkturabschwächung verbunden sein. So hat eine rezessive Entwicklung erfahrungsgemäß bei den Rohstoffen eine preisdämpfende Wirkung. Auch für Ölpreissteigerungen dürfte unter solchen Gegebenheiten nicht mehr derselbe Spielraum offenstehen wie in diesem Jahr. Diese schon vor der letzten Anhebung der Preise vielfach geäußerte Meinung wird sich allerdings erst bestätigen, wenn die OPEC-Staaten von Preiserhöhungen – wegen der starken Nachfragerreaktionen – nicht mehr größere, sondern geringere Erträge zu erwarten haben.

Insgesamt ist im kommenden Jahr mit einer durchschnittlichen Teuerung zwischen 4% und 5% zu rechnen, wobei die höchsten Inflationsraten zu Beginn und die niedrigsten am Ende des Jahres auftreten werden.

C. Geldpolitische Implikationen

Die schweizerische Konjunktur verläuft erwartungsgemäß. Neue Erkenntnisse haben sich in den letzten Monaten nicht ergeben. Die Geldpolitik sieht sich heute noch vermehrt vor die Aufgabe gestellt, die durch die Erdölpreiserhöhungen verstärkten Inflationstendenzen zu bekämpfen, ohne eine Rezession auszulösen. Diese Aufgabe wäre einfacher, wenn die monetäre Entwicklung in den letzten beiden Jahren kontinuierlicher verlaufen wäre. Die extremen Wechselkursausschläge haben sich jedoch in starken Schwankungen der monetären Aggre-

gate niedergeschlagen. Die Stabilität auf dem Devisenmarkt in diesem Jahr hat nicht nur einen Abbau der überhöhten monetären Basis, sondern auch deren Stabilisierung in den letzten sieben Monaten erlaubt. Heute dürfte der letztes Jahr zur Wechselkursstabilisierung geschaffene monetäre Überhang wieder abgebaut sein. Für diese These spricht, daß die von Ultimoeinflüssen bereinigte monetäre Basis sich in den letzten Monaten um den Durchschnitt der monetären Basis des letzten Jahres bewegte und damit noch ungefähr 17% über dem Durchschnitt von 1977 lag. Berücksichtigt man, daß die Bankbilanzen seit 1977 ebenfalls in dieser Größenordnung angestiegen sind und infolge der vermehrten Haltung von Schweizerfranken zu Reservezwecken eine Verschiebung der Nachfrage nach Schweizerfranken stattgefunden haben dürfte, so kann der heutige Stand der monetären Basis nicht mehr als exzessiv bezeichnet werden.

Ähnliche Schlußfolgerungen in bezug auf die Geldmengenversorgung ergibt eine Betrachtung des Geldmengenwachstums. Die Zuwachsraten der Geldmenge M_1 seit anfangs 1978 sind mit durchschnittlich 16,2% (1978) und erwarteten 9 bis 10% in diesem Jahr zwar beeindruckend. Die Geldmenge hat in den letzten Monaten jedoch abgenommen. Bei einer Fortsetzung des auf eine Stabilisierung der Basis ausgerichteten geldpolitischen Kurses der letzten Monate wird die Geldmenge M_1 um die Jahreswende einige Prozente unter dem Vorjahresstand liegen.

Rückschlüsse auf die Geldpolitik läßt auch die Wechselkursentwicklung zu. Da die Wechselkurse sich nicht umgehend an eine Änderung des geldpolitischen Kurses anpassen, dürfen aufgrund kurzfristiger Wechselkursveränderungen jedoch keine zu weit gehenden Schlußfolgerungen gezogen werden. Die Stabilität des Schweizerfrankenurses in den letzten Monaten deutet darauf hin, daß im Markt die monetäre Politik der Nationalbank in groben Zügen der restriktiven Geldpolitik des Auslands, insbesondere derjenigen der Deutschen Bundesbank, gleichgesetzt wird.

Alle verfügbaren Informationen legen die Vermutung nahe, daß der gegenwärtige geldpolitische Kurs nicht weit von einem auf Preisstabilität ausgerichteten Kurs entfernt ist und daß deshalb die gegenwärtige monetäre Basis als Ausgangspunkt für eine mittelfristige konzipierte Geldmengenpolitik dienen kann. Doch wie sieht diese Politik aus?

Heute ist man sich weitgehend einig, daß unter normalen Verhältnissen monetäre Aggregate den Zinssätzen oder den Wechselkursen als Zielsetzungen der Geldpolitik vorzuziehen sind. Von monetären Aggregaten als Zielgröße sollte nur bei Verschiebungen in der Geldnachfrage oder in der Nachfrage nach Schweizerfranken Abstand genommen werden. Eine solche Situation lag zweifellos im Herbst 1978 vor. Inzwischen hat sich die Lage auf dem Devisenmarkt stabilisiert, und eine weitere einseitige Ausrichtung der Geldpolitik auf den Wechselkurs ist nicht mehr gerechtfertigt.

Die Erfahrung lehrt, daß in einer inflationären Umwelt bei Ausrichten der Politik auf die Zinssätze oder den Wechselkurs die Gefahr einer inflationären Ausweitung der Geldmenge besteht. Ein Grund, weshalb sich Zinssätze oder Wechselkurs so schlecht als Zielgröße für die Geldpolitik eignen, liegt darin, daß beide Größen von Inflationserwartungen beeinflusst werden. Deshalb ist es schwierig, wenn nicht gar unmöglich, zu beurteilen, in welchem Ausmaß eine Zins- oder Wechselkursänderung einer Änderung der Geldpolitik oder aber veränderten Inflationserwartungen zuzuschreiben ist.

In den Jahren 1975 bis 1978 ist jeweils ein Wachstumsziel für die Geldmenge im engeren Sinn (M_1) festgelegt und im wesentlichen auch erreicht worden. Diese Politik trug entscheidend zur Preisstabilität und damit zur Erholung der schweizerischen Wirtschaft bei. Im Jahre 1978 mußte die Geldmengenpolitik zugunsten einer auf den Wechselkurs ausgerichteten Politik zurücktreten. Für dieses Jahr wurde dann auf die Festsetzung eines expliziten Geldmengenzieles verzichtet, da die Stabilität auf dem Devisenmarkt als dafür nicht ausreichend betrachtet wurde. Im Laufe dieses Jahres wurden bei empirischen Untersuchungen Ergebnisse gefunden, die eine Überprüfung der Wahl von M_1 als Zielgröße erforderten. Die Resultate von Geldangebotsuntersuchungen weisen darauf hin, daß Wechselkurserwartungen die Geldmenge direkt, also auch ohne eine Veränderung der monetären Basis, beeinflussen können. Dieses Ergebnis hat wichtige Implikationen für die Wahl des kurzfristigen Geldmengenziels.

Unter solchen Bedingungen ist nämlich ein kurzfristiges Geldmengenziel nur dann angebracht, wenn der Einfluß der Wechselkurserwartungen auf die Geldmenge einigermaßen zuverlässig vorhergesagt werden kann. Wenn dies nicht der Fall ist, ist es schwierig zu wissen, ob eine Abweichung der Geldmenge vom Geldmengenziel einer Änderung des erwarteten Wechselkurses oder einer falschen Geldpolitik zuzuschreiben ist. Falls die Abweichung auf eine falsche Geldpolitik zurückzuführen ist, muß die monetäre Basis angepaßt werden, damit sich die Geldmenge dem Ziel wieder anpaßt. Wenn aber die Abweichung das Resultat einer Änderung des erwarteten Wechselkurses ist, so ist eine Änderung der monetären Basis unangebracht. Eine erwartete Aufwertung des Schweizerfrankens beispielsweise würde die Geldnachfrage erhöhen, so daß die Geldmenge das Ziel überschreiten würde. Wenn nun unter solchen Umständen die monetäre Basis abgebaut würde, so würde dadurch der bereits durch die erwartete Aufwertung ausgelöste Deflationsdruck, ebenso wie die Aufwertung, noch zusätzlich verstärkt.

Zieht man alle Faktoren in Betracht, die die Geldmenge kurzfristig beeinflussen können, so drängt sich der Schluß auf, daß eine kurzfristige Abweichung vom Geldmengenziel nicht unmittelbar korrigiert werden sollte. Solange Unsicherheit über die Ursache der Abweichung besteht, sollte auf eine Korrektur verzichtet werden. Da angenommen werden kann, daß es einige Monate dauert, bis die Ursache einer Abweichung erkannt wird, heißt

das aber auch, daß kurzfristig eine Kontrolle der Geldmenge M_1 kein optimales Ziel darstellt. Die Nationalbank hat deshalb beschlossen, unter den bestehenden Verhältnissen der monetären Basis als Zielgröße den Vorzug zu geben.

Am 14. Dezember 1979 wurde dieser Entschluß der Öffentlichkeit mit folgender Pressemitteilung bekanntgegeben:

Im Vordergrund der notenbankpolitischen Ziele für 1980 steht, wie schon in den vergangenen Jahren, die Wahrung einer ausgeglichenen konjunkturellen Entwicklung, die Erhaltung der Arbeitsplätze sowie die Verhütung und Bekämpfung der Teuerung. Die Nationalbank ist der Auffassung, daß eine stabilitätsorientierte Geldmengenpolitik zur Erreichung dieser Ziele beitragen kann.

Wie erinnerlich, hat die Nationalbank für das Jahr 1979 von der Festsetzung eines Geldmengenzieles Umgang genommen, weil sie im Herbst 1978 im Interesse der Erhaltung der Konkurrenzfähigkeit der schweizerischen Wirtschaft auf den Weltmärkten der Wechselkurspolitik unbedingten Vorrang einräumte und in diesem Zusammenhang die monetäre Basis so stark auszuweiten gezwungen war, daß die Festsetzung eines Geldmengenzieles für 1979 nicht sinnvoll gewesen wäre.

Nachdem sich die Wechselkurslage seit über einem Jahr deutlich beruhigt hat und der Überhang an Bankliquidität abgebaut werden konnte, ist es angebracht, die früher mit Erfolg praktizierte Verstetigung der Geldmengenentwicklung wieder aufzunehmen.

Das Direktorium nimmt, im Einvernehmen mit dem Bundesrat, in Aussicht, die Notenbankgeldmenge (Bargeldumlauf und Giro Guthaben der Banken bei der Nationalbank) lediglich um etwa 4% ansteigen zu lassen. Diese Zunahme wird im wesentlichen durch die Entwicklung des Notenumlaufes bedingt sein. Bei normaler Ausweitung der Bargeldzirkulation dürften sich die für die Kreditfähigkeit der Banken maßgebenden Giro Guthaben bei der Nationalbank im Durchschnitt des Jahres 1980 um 7 Milliarden Franken bewegen.

Die Geldmenge M_1 , die außer dem Bargeld auch die Sichteinlagen des inländischen Publikums bei den Banken und beim Postcheck einschließt, wird beim vorgesehenen Wachstum der Notenbankgeldmenge nur um wenige Prozente ansteigen. Als monetäre Zielgröße ist M_1 nach den Erfahrungen weniger gut geeignet als die Notenbankgeldmenge, deren Verlauf die Nationalbank direkt beeinflussen kann.

Die geplante Geldmengenentwicklung trägt den begrenzten Wachstumsmöglichkeiten der schweizerischen Wirtschaft Rechnung. Sie soll mithelfen, die Teuerungsrate bis Ende 1980 unter den gegenwärtigen Stand zu senken, sofern keine extremen Preiserhöhungen beim Erdöl erfolgen. Auch mit dem Bestreben, die realen Wechselkurse langfristig stabil zu halten, dürfte sich das Geldmengenziel vereinbaren lassen.

Voraussetzung ist allerdings, daß es nicht wieder zu schweren internationalen Störungen im Devisenmarkt kommt. Die Nationalbank muß sich für diesen Fall vorbehalten, von ihrem geldpolitischen Richtkurs vorübergehend abzuweichen.