

# Bericht

## des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage für die Sitzung des Bankrats vom 7. März 1980

### A. Die Konjunkturlage in den wichtigsten Industrieländern

#### 1. Erdölproblematik und Konjunkturaussichten

Im vierten Quartal 1979 überschattete das Energieproblem mehr denn je die internationale Konjunkturlage. Mitte Dezember wurde der Ölpreis erneut stark erhöht. Mit der Zuspitzung politischer Konflikte im Mittleren Osten stieg außerdem die Unsicherheit über die Energieversorgung. Der Ölpreis verdoppelte sich im Jahre 1979 und betrug anfangs Februar 1980 im Durchschnitt 29 Dollar pro Faß.

Diese Entwicklung und die sich daraus ergebenden Folgen veranlaßten die OECD, die Wachstumsprognosen für die Industrieländer nach unten zu revidieren. Das reale BSP dürfte 1980 nicht mehr wachsen. Sollte der Ölpreis weiter steigen, wäre sogar mit einer Abnahme zu rechnen. Anlaß zu besonderer Sorge gibt die Preisentwicklung. In den letzten drei Monaten des vergangenen Jahres lag die durchschnittliche Inflationsrate der OECD-Länder – gemessen an den Konsumentenpreisen – stets über 11%. Im Laufe dieses Jahres dürfte sich die durchschnittliche Teuerungsrate bestenfalls auf 10% senken lassen, bei nach wie vor ausgeprägten Unterschieden von Land zu Land. Für 1980 ist überdies mit einer beträchtlichen Verschlechterung der Ertragsbilanzsituation der ölimportierenden Länder zu rechnen. Die OECD nimmt an, daß das kumulierte Ertragsbilanzdefizit der Industrieländer von 30 Mrd Dollar im Jahre 1979 auf rund 55 Mrd im laufenden Jahr steigen wird. Im Dezember war für das laufende Jahr ein Defizit von 31 Mrd Dollar prognostiziert worden.

Das Wirtschaftsjahr 1979 schloß weltweit weniger gut ab als ursprünglich erwartet. Die Wirtschaft hat aber gegenüber den welt- und energiepolitischen Unsicherheiten eine erstaunliche Widerstandskraft bewiesen. In mehreren Ländern war die Wirtschaftsaktivität im vierten Quartal 1979 noch recht lebhaft.

#### 2. Die Konjunktorentwicklung einzelner Länder

Für die *Vereinigten Staaten* vermitteln die Konjunkturindikatoren ein nach wie vor widersprüchliches Bild. Das reale BSP nahm im vierten Quartal 1979 mit einer Jahresrate von 1,4% mehr als erwartet zu (drittes Quartal: 3,1%). Die Hauptstützen der Konjunktur bildeten die Exporte und die weiterhin sehr hohen Konsumausgaben. Die hohen Inflationserwartungen veranlaßten die Konsumenten, Käufe vorzulegen und weniger zu sparen. Die Inflation beschleunigte sich in den letzten zwei Monaten des Jahres 1979 und lag Ende Dezember mit 13,3% auf einem Niveau, das seit 1946 nicht mehr er-

reicht worden war. An dieser Teuerungsrate waren die Ölpreise nur mit rund 3 Prozentpunkten beteiligt. Die gute Konjunktur schlug sich in einer leichten Besserung der Beschäftigungssituation nieder. Ende Dezember 1979 lag die Arbeitslosenrate mit 5,9% auf demselben Niveau wie ein Jahr zuvor. Die außenwirtschaftliche Situation der Vereinigten Staaten hat sich ebenfalls verbessert. Die Ertragsbilanz schloß 1978 mit einem Defizit von 13,9 Mrd Dollar und verbesserte sich 1979 auf einen Überschuß von schätzungsweise 0,8 Mrd Dollar. Dies war vor allem der starken Exportzunahme zu verdanken, die die negativen Auswirkungen der Importpreiserhöhungen mehr als ausglich.

Keiner der verfügbaren Frühindikatoren deutet auf eine Konjunkturwende hin. Der Sammelindex fiel in den Monaten Oktober und November um je 1,2%, stabilisierte sich dann aber im Dezember auf dem erreichten Niveau. Die Bestellungseingänge für dauerhafte Konsumgüter stiegen im Dezember spürbar, nachdem in den beiden Vormonaten Rückgänge verzeichnet worden waren. Ähnlich entwickelte sich der Index der Industrieproduktion. Trotzdem kündigte Präsident Carter in seiner Botschaft zur Lage der Nation eine leichte Rezession in der ersten Hälfte des laufenden Jahres an. Nach einer Phase der Stagnation im dritten erwartet er im vierten Quartal ein Wiederanziehen der Konjunktur. Gegen Ende 1980 würde die Arbeitslosenrate gemäß dieser Prognose 7,5% erreichen, während sich die Inflation im Jahresdurchschnitt auf 10,4% verlangsamen dürfte. Anzeichen für einen Rückgang der Inflation sind allerdings schwer zu erkennen, zumal von erhöhten Rüstungsausgaben ein zusätzlicher Inflationsdruck ausgehen könnte.

In der *Bundesrepublik Deutschland* bildeten in der zweiten Jahreshälfte 1979 die privaten Investitionen die Hauptstützen der guten Konjunktorentwicklung. Im vierten Quartal zeigte die Mehrheit der Indikatoren eine weitere Verbesserung der Wirtschaftslage an. Das reale BSP nahm 1979 um 4,4% zu, gegenüber 3,5% im Vorjahr.

Der günstige Verlauf dürfte sich in den nächsten Monaten fortsetzen, auch wenn sich gegen das Jahresende 1979 gewisse Komponenten der Gesamtnachfrage – vor allem der Export – abschwächten. Seit etwa November hat sich die Bau- und Investitionstätigkeit beschleunigt. Die lebhaftere Inlandnachfrage führte in den letzten Monaten des Jahres zu einem anhaltenden Anstieg der Konsumentenpreise. Ende Dezember erreichte die Inflationsrate 5,4% gegenüber 2,6% im Vorjahresmonat.

Die Ertragsbilanz der Bundesrepublik verschlechterte sich 1979. Die im Vergleich zu den Abnehmerländern stärkere konjunkturelle Anspannung und die hohen Rohstoffpreise führten dazu, daß das Defizit 9 Mrd D-Mark

erreichte, verglichen mit einem Überschuß von 17,6 Mrd im Vorjahr. Im laufenden Jahr dürfte der Fehlbetrag auf rund 20 Mrd anwachsen.

Die gute Konjunktur dauert in der Bundesrepublik nun bereits drei Jahre. Sie wird sich in den nächsten Monaten nicht wesentlich verschlechtern, könnte aber in der zweiten Jahreshälfte 1980 etwas nachlassen. Die Regierung rechnet daher mit einem realen BSP-Wachstum von rund 2,5% und einer Inflationsrate von rund 4,5% im laufenden Jahr.

Im *Vereinigten Königreich* waren im vierten Quartal erwartungsgemäß vorerst negative Auswirkungen der stabilisierungspolitischen Maßnahmen auf die Realwirtschaft zu erkennen. Die wichtigsten Konjunkturindikatoren zeigen eine deutliche Verlangsamung der Wirtschaftsaktivität an. Das Wachstum der Industrieproduktion, das im Oktober noch 2% betragen hatte, war seither rückläufig. Ähnlich entwickelten sich die Detailhandelsumsätze.

Die Ertragsbilanz 1979 schloß trotz beträchtlichen Einnahmen aus Exporten von Erdöl und Erdgas mit einem Defizit ab, nachdem noch im Vorjahr ein Überschuß erzielt worden war. Diese Tendenz hielt auch im vierten Quartal an, obwohl sich die außenwirtschaftliche Lage im November wieder leicht verbesserte. Die Hauptursache des Ertragsbilanzdefizits waren die ungenügende Wettbewerbsfähigkeit der britischen Industrie und die starke Importzunahme, die wegen der lebhaften Konsumnachfrage bis zum dritten Quartal anhielt. Im Vorjahresvergleich verdoppelte sich die Wachstumsrate der Konsumentenpreise Ende Dezember auf 17,2%.

Die Konjunkturaussichten für die nächsten Monate sind im *Vereinigten Königreich* nicht besonders gut. Bis Mitte Jahr ist mit einem Rückgang, anschließend mit einer Stabilisierung des realen BSP zu rechnen. Auf das Jahr bezogen, dürfte das BSP um rund 2% fallen. Trotzdem sollen die restriktiven Maßnahmen beibehalten, wenn nicht sogar verschärft werden.

Auch in *Frankreich* blieb die Konjunkturentwicklung im vierten Quartal weiterhin befriedigend. Sie war allerdings überschattet von hohen Inflationsraten. Im vierten Quartal nahmen die Industrieproduktion und die Auftragseingänge als Folge der starken Auslandnachfrage zu. Gegen Jahresende stiegen auch die Investitionen. Auf der anderen Seite konnten im Kampf gegen die Inflation keine Erfolge erzielt werden. Die Teuerungsrate – gemessen an den Konsumentenpreisen – erhöhte sich im vierten Quartal und erreichte Ende Dezember 11,8%. Ende 1978 hatte sie noch 9,1% betragen. Die hohen Inflationserwartungen dürften wohl auch der Grund sein, weshalb die Konsumausgaben in letzter Zeit stark anzogen. Der deutliche Rückgang der Sparquote in den letzten Monaten weist darauf hin, daß eine weitere Zunahme der Konsumausgaben sehr unwahrscheinlich ist.

Akzeptiert man die Hypothese, daß der gute Geschäftsgang im vierten Quartal 1979 weitgehend der Verlegung von Konsumgüterkäufen zu verdanken ist, so

wird man Frankreich keine besonders optimistischen Konjunkturprognosen stellen. Zudem dürften sich die Ölpreiserhöhungen negativ auf den Absatz und die Produktion von Automobilen auswirken und damit eine wichtige Konjunkturstütze schwächen. Die OECD prognostiziert eine Abnahme des realen Wirtschaftswachstums von 3% auf 2%, während die Inflationsrate wie im Vorjahr auf 11% veranschlagt wird. Die Beschäftigungssituation dürfte sich im Laufe dieses Jahres weiter verschlechtern. Ende Dezember 1979 lag die Zahl der Arbeitslosen mit 1,3 Mio bereits 10% über dem Vorjahreswert.

Die Konjunkturentwicklung in *Italien* war in der Berichtsperiode, wie in anderen Ländern, noch befriedigend. Die Industrieproduktion nahm im vierten Quartal weiter zu und erreichte im November den höchsten Wert seit 1975. Die Konsumausgaben hielten sich ebenfalls auf hohem Niveau, und die Exporte stiegen im Herbst weiter. Die Ertragsbilanz schloß wie im Vorjahr mit einem Überschuß von 6,3 Mrd Dollar ab. Im laufenden Jahr wird mit einem leichten Rückgang des Überschusses auf 5,5 Mrd gerechnet.

Die Wirtschaftspolitik wird ihre Aufmerksamkeit in den nächsten Monaten vor allem auf die Bekämpfung der Teuerung richten. Durch Intensivierung der stabilisierungspolitischen Bemühungen beabsichtigt die Regierung, die Inflation, die Ende Jahr 20% erreichte, in den nächsten Monaten auf durchschnittlich 15% zu reduzieren. Eine wichtige Unbekannte bilden dabei allerdings die öffentlichen Ausgaben.

In *Japan* verlief die Konjunkturentwicklung im vierten Quartal ebenfalls befriedigend. Die Industrieproduktion stieg weiterhin und übertraf das Vorjahresergebnis um 10%. Das Wirtschaftswachstum dürfte im Fiskaljahr 1979/80 (April bis März) 6% erreichen und wird für 1980/81 auf 4,8% veranschlagt. Trotz starker Auslandabhängigkeit im Energiebereich schlugen auch im vierten Quartal 1979 die Ölpreiserhöhungen nur teilweise auf die Konsumentenpreise durch, die im letzten Jahr um 5,8% stiegen. Ein ganz anderes Bild vermitteln die Großhandelspreise. Sie lagen Ende 1979 um 17,5% höher als im Vorjahr, wobei im Dezember eine auf das Jahr umgerechnete Teuerung von fast 24% erreicht wurde. Der Kampf gegen die Inflation zählt somit auch in Japan zu den Hauptanliegen der Wirtschaftspolitik. In den nächsten Monaten ist daher mit der Weiterführung – wenn nicht mit einer Verschärfung – der Stabilisierungspolitik zu rechnen. Diese müßte eigentlich der Kursschwäche des Yen, die auch eine Verteuerung der Importe bedeutet, entgegenwirken.

Der große Ertragsbilanzüberschuß von 16,5 Mrd Dollar im Jahre 1978 verwandelte sich im Jahre 1979 in ein Defizit von 8,6 Mrd Dollar.

### 3. Die monetäre Entwicklung

Der restriktive geldpolitische Kurs, den einige Industriestaaten zu Beginn des Jahres 1979 eingeleitet hat-

ten, wurde auch im vierten Quartal fortgesetzt. Die Maßnahmen zur Verlangsamung des Geldmengenwachstums reichten von der Erhöhung des offiziellen Diskontsatzes bis zu tiefgreifenden Änderungen im geldpolitischen Konzept. Die Auswirkungen auf die Entwicklung der Geldmengenaggregate waren dementsprechend unterschiedlich.

In den *Vereinigten Staaten* reagierte der Geldmarkt äußerst heftig auf den Entschluß des Federal Reserve Systems von Anfang Oktober, die Geldmenge nicht mehr über die Federal Funds Rate, sondern über die Bankreserven oder die monetäre Basis zu steuern. Die Zinssätze stiegen sprunghaft an und erreichten Ende Oktober und anfangs November Spitzenwerte. Die Federal Funds Rate erhöhte sich auf 15,6% und der Satz für dreimonatige Schatzwechsel auf 12,6%. Die Prime Rate wurde sogar auf 15,5% angehoben. Ende November beruhigten sich die Finanzmärkte wieder, und die Zinssätze schwankten seither nicht mehr sehr stark. Im Dezember lagen die Zinssätze rund 2 Prozentpunkte über dem Niveau von Ende September. Angesichts der Teuerungsrate von rund 13% in den letzten Monaten des Jahres 1979 und der restriktiven Geldpolitik überrascht das hohe Zinsniveau in den USA allerdings nicht.

In inflationären Phasen geben die Entwicklung der monetären Basis oder der Geldmenge  $M_1$  bessere Hinweise auf den Kurs der Geldpolitik als die Zinsentwicklung. Die Geldmengenaggregate weisen seit Oktober rückläufige Wachstumsraten auf. Die Wachstumsrate der monetären Basis fiel von 12,7% im Oktober auf 6,3% im Januar (prozentuale Veränderung gegenüber drei Monaten früher, auf Jahresbasis). Die Entwicklung der monetären Basis weist auf einen etwas restriktiveren geldpolitischen Kurs hin. Das Wachstum der Geldmenge  $M_1$  verlangsamte sich von 7,5% im Oktober auf 3,2% im Januar. Das Federal Reserve System ist offensichtlich entschlossen, den restriktiven Kurs beizubehalten. Eine Senkung der Inflationsrate kann auch nur dann erreicht werden, wenn die Liquiditätsverknappung für dauerhaft gehalten wird und zu einem Abbau der Inflationserwartungen führt.

In der *Bundesrepublik Deutschland* beschloß die Notenbank, die Zentralbankgeldmenge vom vierten Quartal 1979 bis zum vierten Quartal 1980 innerhalb einer Bandbreite von 5 bis 8% auszudehnen. Die Zielvorgabe für 1979 betrug 6 bis 9%. Die Deutsche Bundesbank steckte ihr Geldmengenziel aus zwei Gründen zurück: Erstens wuchs die Zentralbankgeldmenge im vierten Quartal 1979 gegenüber dem Vorjahresquartal lediglich mit einer Rate von 6,5% und lag damit im unteren Bereich der vorgegebenen Bandbreite. Zweitens hielten es die Währungsbehörden angesichts der Preisentwicklung für angebracht, den Spielraum für Preiserhöhungen von der monetären Seite her möglichst eng zu begrenzen.

Die Deutsche Bundesbank rechnet mit einer Abnahme der Inflationsrate von 5,4% im Vorjahr auf rund 4% im Jahre 1980. Diese Prognose wird mit der restriktiven Geldpolitik des Vorjahres begründet, die darauf ausgerichtet war, die Bankenliquidität knapp zu halten. Tat-

sächlich schwächte sich das Wachstum der Geldmengen  $M_1$  und  $M_2$  im Laufe des Jahres 1979 stark ab. Die Wachstumsrate der Geldmenge  $M_1$  sank von rund 11% zu Beginn des Jahres auf 4% im Dezember, jene der Geldmenge  $M_2$  von 12,7% im Mai auf 8% im Dezember (Veränderung gegenüber dem Vorjahresmonat). Die Voraussetzungen für eine Beruhigung an der Preisfront sind also durchaus gegeben.

Als Folge der zurückhaltenden Geldpolitik und der Inflationsbeschleunigung sind die Zinssätze in der Bundesrepublik Deutschland stark angestiegen. Der Satz für Dreimonatsgeld nahm von rund 4% im Januar auf knapp 10% gegen Ende 1979 zu, während sich die langfristigen Zinssätze in derselben Periode von 6,5% auf leicht über 8% erhöhten. Das hohe Zinsniveau und die gute Konjunkturlage führten in den Monaten August bis Oktober zu einem massiven Kapitalimport von 14 Mrd D-Mark.

Im *Vereinigten Königreich* wird seit dem Sommer des vergangenen Jahres eine restriktive Geldpolitik verfolgt. Die Bank of England erhöhte den Diskontsatz im Juni auf 14% und im November auf 17%. Die Liquiditätsverengung beginnt sich nun in der Entwicklung der Geldmengenaggregate abzuzeichnen. Die Wachstumsraten (Veränderung gegenüber dem Vormonat) der Geldmenge  $M_1$  und der auf Pfund Sterling lautenden Geldmenge  $M_3$  (Sterling- $M_3$ ), die bis im Oktober noch 12–13% betragen hatten, fielen im Dezember auf 8,4% bzw. 11,7%. Man muß bis ins Jahr 1976 zurückgehen, um ähnlich tiefe Wachstumsraten für die Geldmenge  $M_1$  zu finden. Als maßgebender Indikator der Geldpolitik wird in England jedoch die Geldmenge Sterling- $M_3$  betrachtet. Für dieses Geldmengenaggregat strebt die Bank of England in der Periode Juni 1979 bis Juni 1980 ein Wachstum von 7% bis 11% an. Dies bedeutet, daß Sterling- $M_3$  im Dezember den Stand vom Juni 1979 um nicht mehr als 5,5% übersteigen sollte. Tatsächlich lag der Dezemberwert um 5,4% über dem Geldmengenbestand im Juni. Berücksichtigt man aber, daß durch die Lockerung der Kapitalverkehrskontrollen im Juni und deren vollständige Aufhebung im Oktober Sterling- $M_3$  infolge einer zunehmenden Nachfrage nach ausländischen Währungen durch Inländer langsamer wächst als früher, muß man annehmen, daß die Geldpolitik der Bank of England expansiver ist, als der Verlauf von Sterling- $M_3$  andeutet.

Das Hauptziel der britischen Geldpolitik bildet die Inflationsbekämpfung. Im Dezember erreichte die Teuerungsrate 17,2%. Neuesten Prognosen zufolge soll sie bis Mitte 1980 auf rund 21% steigen. Vergleicht man die hohen Inflationsraten mit dem Geldmengenwachstum, so stellt man fest, daß die preisbereinigte Geldmenge Sterling- $M_3$  seit Beginn des Jahres 1979 laufend abnimmt. Es ist deshalb nicht auszuschließen, daß die Geldpolitik zu einem für die Wirtschaft schmerzhaften Liquiditätsengpaß führen wird. Die restriktiven Maßnahmen und die Inflation bewirkten außerdem einen starken Anstieg der Zinssätze, die am Jahresende beträchtlich über denjenigen anderer Industrieländer lagen.

In *Frankreich* hat sich der von der Banque de France angekündigte restriktive Kurs noch nicht auf die Ent-

wicklung der monetären Aggregate ausgewirkt. Die Zuwachsrate der Geldmenge  $M_2$  betrug im Dezember mehr als 13% und überschritt damit das Wachstumsziel von 11% für 1979. Auch die Inflationsrate stieg stärker, als zu Beginn des Jahres erwartet wurde. Obwohl die Regierung eine Teuerungsrate von wesentlich unter 10% ins Auge faßte, erreichte diese im Dezember 11,8%.

Trotz dieser Mißerfolge legte die Banque de France für 1980 wieder ein Geldmengenziel von 11% fest. Sie beabsichtigt, die Inflationsrate damit unter 10% zu senken. Ob sich dieses Ziel verwirklichen läßt, scheint allerdings fraglich. Zum einen ist nicht die Geldpolitik des laufenden Jahres für die aktuelle Preissteigerung verantwortlich, sondern diejenige vergangener Jahre. Zum anderen sind die Teuerungsimpulse im Energiebereich immer noch wirksam.

In *Japan* sind die Konsumentenpreise im Dezember im Vergleich zum Vorjahresmonat um 5,8% gestiegen. Dies ist die höchste Teuerungsrate seit November 1977. Die japanische Notenbank versuchte, den Teuerungstrend zu brechen, indem sie im Verlaufe des Jahres 1979 den Diskontsatz in drei Schritten von  $3\frac{1}{4}\%$  auf  $6\frac{1}{4}\%$  anhub und die Kreditrestriktionen verschärfte. Die Verteuerung der Refinanzierungskredite und die direkte Kontrolle der Kreditfähigkeit führten zur angestrebten Verlangsamung der monetären Expansion. Die Zuwachsrate der Geldmenge  $M_1$  sank von 15,5% im April auf 7,8% im November, jene der Geldmenge  $M_2$  von 12,7% auf 10,3% (Veränderungen gegenüber dem Vorjahr).

Hält die japanische Notenbank an dem im vergangenen Jahr eingeschlagenen Kurs fest, dann sollte es möglich sein, die Inflation unter Kontrolle zu halten. Gegenwärtig spricht allerdings die Entwicklung der Zinssätze noch für ungebrochene Inflationserwartungen der Wirtschaft. Im Januar lagen die kurzfristigen Sätze mit rund 7,5% und die langfristigen Zinssätze mit 9% um ungefähr 3 Prozentpunkte über den Werten vor Jahresfrist.

#### 4. Die internationale Währungslage

Weitere Ölpreiserhöhungen, steigende Inflationsraten, ungünstigere Wirtschaftsaussichten und die Zuspitzung der weltpolitischen Lage vermochten die Devisenmärkte im vierten Quartal nicht stark zu stören. Die Wechselkurse der wichtigsten Währungen veränderten sich von Oktober bis Januar zwar stärker als in der ersten Jahreshälfte, aber die Marktverhältnisse blieben geordnet. Im Unterschied dazu herrschten auf den Goldmärkten im Dezember und Januar chaotische Zustände, und die Preise erreichten Rekordwerte.

Der *Dollarkurs* behauptete sich im vierten Quartal ohne größere Stützungskäufe. Der handelsgewichtete Dollarkurs stieg von Anfang Oktober bis Mitte Januar um 1% und lag damit ungefähr auf dem Niveau von Anfang 1979. Die Kursfluktuationen, die im Berichtszeitraum auftraten, dürften weitgehend mit dem Übergang zu einem neuen geldpolitischen Konzept der amerikanischen Notenbank zusammenhängen. Die Wahl der Bankreserven als Indi-

kator der Geldpolitik und der Verzicht auf die Stabilisierung der Zinssätze führten dazu, daß die Geldmarktsätze im Oktober sehr stark stiegen und sich im November wieder zurückbildeten. Die kurzfristigen Kapitalströme reagierten auf die Veränderungen der Geldmarktsätze und lösten entsprechende Schwankungen des Dollarkurses aus.

Die Stärke der amerikanischen Währung im vergangenen Jahr wurde durch verschiedene monetäre und realwirtschaftliche Faktoren ermöglicht, von denen zwei besonders zu erwähnen sind. Erstens trug die restriktive Geldpolitik, die von einem starken Anstieg der Zinssätze begleitet war, zum ruhigen Dollarkursverlauf bei. Zweitens schloß die Ertragsbilanz trotz stark verteuerter Ölimporte 1979 mit einem Überschuß von schätzungsweise 0,8 Mrd Dollar ab, nachdem das Defizit im Vorjahr noch 13,9 Mrd betragen hatte. Diese Entwicklung war eine Folge des verlangsamten Wirtschaftswachstums und der verzögerten Auswirkungen der realen Dollarkursentwertung von 1978. Überdies dürfte in der Folge die Diversifizierung von Vermögensbeständen aus dem Dollar in andere Währungen gebremst worden sein.

Die Entschlossenheit der amerikanischen Notenbank, den Dollarkurs stabil zu halten, wurde durch eine weitere Emission von Carter Bonds dokumentiert. Auf diesem Weg nahm das Schatzamt im Januar D-Mark im Gegenwert von 1,2 Mrd Dollar in der Bundesrepublik auf.

Die *Deutsche Mark* gewann im vierten Quartal wieder an Attraktivität. Der handelsgewichtete Kurs der D-Mark ist seit April leicht, im vierten Quartal jedoch beschleunigt gestiegen. Mitte Januar lag der D-Mark-Kurs 4% über dem Wert von Dezember 1978. Zu dieser Entwicklung haben vor allem die im internationalen Vergleich gute Konjunkturlage der Bundesrepublik sowie die restriktive Geldpolitik beigetragen, die einen starken Anstieg der Zinssätze und entsprechende Kapitalimporte auslöste.

Das *britische Pfund*, dessen Kurs mehr als ein Jahr fast anhaltend gestiegen war, erreichte Ende Juli seinen handelsgewichteten höchsten Wert. Anschließend bildete sich der Kurs bis Anfang November um 10% zurück, was teilweise eine Korrektur des übertriebenen Kursanstiegs darstellte. Seit Anfang November hat sich die britische Währung wieder stark aufgewertet. Der Wechselkursverlauf entspricht der Entwicklung der Geldmarktsätze im Vereinigten Königreich, die im dritten Quartal stabil blieben, im vierten Quartal hingegen stark anzogen und die Zinssatzdifferenzen entsprechend beeinflussten. Die Beseitigung der letzten noch bestehenden Devisenrestriktionen am 23. Oktober 1979 dürfte die Wechselkursentwicklung in diesem Zeitraum kaum wesentlich beeinflusst haben. Die Möglichkeit, ausländische Finanzaktiven frei zu erwerben, begünstigt im Prinzip den Kapalexport. Dies dürfte durch die hohen Zinssätze im Vereinigten Königreich allerdings weitgehend verhindert worden sein.

Am stärksten veränderte sich auch im vierten Quartal der Wechselkurs des *Yen*. Trotz intensiver Devisen-

marktinterventionen der japanischen Notenbank lag der handelsgewichtete Yen-Kurs Ende November 27% unter dem Höchstwert vom Oktober 1978. Am 27. November ergriffen die japanischen Währungsbehörden Maßnahmen zur Verteidigung ihrer Währung, insbesondere zur Förderung der Kapitalimporte. Obwohl die Maßnahmen nicht sehr substantiell waren, konnte die Talfahrt des Yen aufgehalten werden. Im Dezember erholte sich die japanische Währung handelsgewichtet um 4%. Die Entwicklung gegenüber dem Dollar entsprach dem handelsgewichteten Kursverlauf. Gegenüber der amerikanischen Währung erreichte der Yen-Kurs ebenfalls Ende November den Tiefstwert. Der Kurs stieg von Ende November bis Ende Januar um 4%.

Im *Europäischen Währungssystem* wurde am 30. November 1979 eine zweite Leitkursanpassung vorgenommen und der Kurs der dänischen Krone gegenüber allen anderen Währungen im System um 5% abgewertet. Die Kurspositionen innerhalb des EWS änderten sich jeweils sehr rasch: Die dänische Krone war im Oktober noch die stärkste Währung und bewegte sich gegenüber dem belgischen Franken an der oberen Bandbreitengrenze. Gegen Monatsende und im November fiel ihr Kurs, was vor allem mit der Unsicherheit über die Wirtschaftspolitik der neuen Regierung erklärt wurde.

Der belgische Franken war während des ganzen vierten Quartals die schwächste Währung im System. Im Oktober und Anfang Dezember bewegte er sich gegenüber der dänischen Krone an der unteren Bandbreitengrenze. Ende Dezember erreichte er gegenüber dem französischen Franken den unteren Interventionspunkt. Zur Verteidigung der belgischen Währung wurden Devisenmarktinterventionen in Dollars und in EG-Währungen sowie Zinssatzerhöhungen durchgeführt.

Für die anderen am System beteiligten Währungen stellten sich keine Probleme. Anlaß zu Besorgnis geben jedoch die weiterhin großen Inflationsunterschiede zwischen den Teilnehmerländern, die im vierten Quartal bis zu 12 Prozentpunkte erreichten.

Besondere Beachtung fanden im Berichtszeitraum die *Goldmärkte*, auf denen die Preise allein von Anfang Dezember bis Anfang Januar um rund 50% stiegen. Mitte Januar lag der Goldpreis um fast 150% über dem Wert von Anfang Juli. In der zweiten Januarhälfte bildete sich der Preis etwas zurück. Die Marktverhältnisse waren zeitweise chaotisch, so daß der Goldhandel vorübergehend eingestellt werden mußte.

## **B. Die Konjunkturlage in der Schweiz**

In den letzten Monaten setzten sich ausgeprägte Zinssteigerungen durch. Eine etwas ausführlichere Berichterstattung über die Finanzmärkte soll den Ursachen dieser Entwicklung nachgehen und nach Folgen für die Notenbankpolitik fragen.

Nachdem im letzten Quartalsbericht ein Ausblick auf das laufende Jahr vorgenommen wurde, wird nun das

Verhalten der Realwirtschaft im vergangenen Jahr näher betrachtet. Dem Rückblick schließt sich ein Kapitel an, in dem die letztjährige Prognose auf ihre Treffsicherheit überprüft wird.

## **1. Die Entwicklung im monetären Bereich**

### **Kapitalmarkt**

Die Tendenz zu höheren Zinssätzen am Kapitalmarkt setzte sich anfangs Jahr noch fort. An den Wertschriftenbörsen kam es zu einer allgemeinen Kursabschwächung, wobei einzelne Papiere zum Teil empfindliche Preiseinbußen in Kauf nehmen mußten. Die Rendite der eidgenössischen Obligationen erhöhte sich von 4,04% Ende 1979 auf einen ersten Höchststand von 4,62% Ende Januar 1980. Anschließend reduzierte sie sich auf 4,48% am 14. Februar und stieg bis Ende Februar wieder auf 4,65%. Das Zinsniveau im langfristigen Marktbereich lag im Januar um rund 1,5 Prozentpunkte höher als vor einem Jahr.

Die zur öffentlichen Zeichnung aufgelegten Anleihen verzeichneten im Berichtsquartal insgesamt gute bis sehr gute Ergebnisse. Die Anleihebeträge wurden zum Teil stark überzeichnet, so daß bei den Zuteilungen entsprechende Kürzungen vorgenommen werden mußten. Die guten Resultate bei den Neuemissionen sind darauf zurückzuführen, daß einerseits die Konditionen, sei es beim Couponsatz, bei den Laufzeiten oder beim Emissionspreis, laufend den Marktbedingungen angepaßt wurden, andererseits sich die Differenz zwischen kurz- und langfristigen Sätzen reduzierte. Hinzu kam, daß einzelne institutionelle Anleger aus gesetzlichen oder statutarischen Gründen nur in beschränktem Ausmaß auf andere Anlagemedien ausweichen können. Dieser Umstand erklärt die Beobachtung, wonach zeitweise relativ gute Zeichnungsergebnisse am Primärmarkt mit sinkenden Kursen am Sekundärmarkt einhergingen. Vermutlich wurden die institutionellen Anleger am Primär-, nicht aber am Sekundärmarkt aktiv.

Die für die Emissionskontrolle zuständige Kommission genehmigte an ihrer Sitzung vom 12. Dezember 1979 sämtliche Anmeldungen für das erste Quartal 1980 ohne Kürzungen, nachdem vorgängig das Direktorium der Nationalbank den Gesamtbetrag der eingereichten Gesuche gutgeheißen hatte. Der Neugeldbetrag (Emissionswert abzüglich Konversionen) war mit rund 2050 Millionen ungefähr 800 Millionen Franken höher als im Vergleichszeitraum des Vorjahres. Dagegen gingen die vorzeitigen Anleihe zurückzahlungen auf schätzungsweise 900 Millionen Franken zurück, gegenüber einem Gesamtbetrag von 3264 Millionen Franken im ersten Quartal 1979.

Mit einiger Spannung wurde das Ergebnis der ersten, in einem auktionsähnlichen Emissionsverfahren platzierten 4½%igen Bundesanleihe von rund 200 Millionen Franken und einer Laufzeit von 12 Jahren erwartet, die in der Woche vom 14. Januar 1980 zur öffentlichen Zeichnung auflag. Das Besondere des für die Schweiz neuen

Systems liegt darin, daß der Anleger angibt, welchen Betrag bis zu welchem Höchstpreis er zu übernehmen gedenkt. Couponsatz und Laufzeit werden nach wie vor durch den Bund festgelegt. Die Zuteilung erfolgt dann gemäß den eingegangenen Offerten bis zu jenem tiefsten Preis, bei dem der gewünschte Anleihensbetrag gedeckt wird. Der Emissionspreis wird aber für alle Zeichner einheitlich auf der Höhe der letzten noch berücksichtigten Offerte fixiert. Im Interesse der Anleger kleinerer Beträge kann jeder Anbieter bis zu einem Maximalbetrag von 20 000 Franken eine Zeichnung ohne Preisangabe einreichen, die auf jeden Fall zum schließlich festgelegten Ausgabepreis berücksichtigt wird.

Aufgrund der eingegangenen Offerten wurde ein Anleihensbetrag von 205 Millionen Franken und ein Emissionspreis von 100,2% festgelegt, was für die 12jährige Laufzeit der Anleihe eine Rendite von 4,48% ergibt. Von der Möglichkeit der Abgabe von Zeichnungen ohne Preisangabe (Kleinzeichnerofferten) wurde mit 38 Millionen Franken rege Gebrauch gemacht.

Da beim Tenderverfahren die bei Festübernahmen übliche Risikokomponente wegfällt, erhielten die am Emissionssyndikat beteiligten Banken eine Arbeitskommission von 1% anstatt der sonst gebräuchlichen Kommission von 1,5%, was für den Bund nicht unbedeutliche Einsparungen bedeutet. Neben diesem Kostenvorteil für den Schuldner ist das Tenderverfahren im Vergleich zur bisher angewandten Begebungspraxis flexibler. Da sich die Verhältnisse am Kapitalmarkt nicht zuletzt als Folge einer im Vergleich zu früher erhöhten Unsicherheit relativ rasch ändern können, wurde es in letzter Zeit immer schwieriger, die Anleihensbedingungen im voraus so zu fixieren, daß sie der tatsächlichen Marktlage während der Emissionsperiode entsprachen. Der Einwand, das Tenderverfahren wirke in Zeiten steigender Renditen zinstreibend, ist nicht stichhaltig, sofern der Kapitalmarkt reibungslos funktioniert. An der Vorbörse notierte die Tenderanleihe Kurse zwischen 99,60 und 101,50.

Zu erwähnen ist in diesem Zusammenhang auch die von der Schweizerischen Kreditanstalt anfangs Februar lancierte Floating-Rate-Anleihe von 100 Millionen Franken, einem Emissionspreis von 100% und einer Laufzeit von längstens 12 Jahren. Die Besonderheit liegt hier darin, daß der Anleihezinssatz jährlich am 20. Januar für die folgende Zinsperiode neu fixiert wird. Er liegt jeweils  $\frac{1}{4}$  Prozentpunkt über dem am 20. Januar geltenden, von den schweizerischen Großbanken für einjährige Kundenfestgelder vereinbarten Satz, wobei ein Zins von minimal 3% und maximal 8% festgelegt wurde. Vom 20. Februar 1980 bis zum 20. Februar 1981 beträgt der Zinssatz 5%.

Floating-Rate-Anleihen sind letztlich Ausdruck einer erhöhten wirtschaftlichen Unsicherheit. Sie kommen jenen Anlegern entgegen, die in ihrem Investitionsverhalten eher risikoscheu sind. Während bei den üblichen festverzinslichen Obligationen die langfristige Zinsentwicklung abgeschätzt werden muß, wird bei einer Floating-Rate-Obligation die Verzinsung periodisch den Marktverhältnissen angepaßt, so daß der Kurs um pari

schwanken dürfte. Daß die neue Anlageform offensichtlich einem Bedürfnis entspricht, zeigte das Zeichnungsergebnis: Bereits nach dem ersten offiziellen Zeichnungstag stand der Anleihenerfolg fest.

Im Berichtsquartal wurden wichtige zinspolitische Entschiede gefaßt. Mit Zustimmung des Direktoriums der Nationalbank erhöhten die Banken zwecks Entzerrung des Zinsgefüges die Sätze für Kassenobligationen in zwei Schritten mit Wirkung ab 9. Januar 1980 beziehungsweise 28. Januar 1980. Die Vergütungen bei Groß- und Kantonalbanken betragen seither für Papiere mit drei- und vierjähriger Laufzeit  $4\frac{1}{4}\%$ , für alle anderen Fristigkeiten (5 bis 8 Jahre)  $4\frac{1}{2}\%$ . Die anfangs Januar beschlossene Satzerhöhung auf  $4\frac{1}{4}\%$  für Titel mit 7 bis 8jähriger Laufzeit erwies sich schon bald als nicht mehr marktkonform, was ein Vergleich mit der Ende 1979 aufgelegten  $4\frac{1}{4}\%$ igen SKA-Anleihe (Kurs 99,50%, Laufzeit 7 Jahre) zeigte. Für diese kotierte Anleihe errechnete sich am 9. Januar 1980 eine Rendite von 4,33%.

Weitere Entschiede wurden am 17. Januar 1980 im Hypothekar- und Spargeldbereich gefällt. Ab 1. April 1980 vergüten die Banken auf Spar- und Depositenheften, auf Privateinlagen und Gehaltskonten  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt mehr Zins als bisher. Eine Erhöhung um ebenfalls  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt erfahren die Hypotheken und hypothekarisch gedeckten Darlehen. Je nach Region werden die Anpassungen für bestehende Geschäfte am 1. April oder 1. Mai wirksam. Der Satz der Hypotheken im ersten Rang wird ab diesen Daten in der Regel  $4\frac{1}{2}\%$  betragen.

#### Bewilligungspflichtiger Kapitalexport

Im Jahre 1979 erreichte der bewilligungspflichtige Kapitalexport mit einem Bruttovolumen von 27,7 Mrd Franken (+26,5% gegenüber dem Vorjahr) einen neuen Rekordstand. Die monatlichen Zahlen zeigen einen merklichen Rückgang gegen Jahresende, denn die Zinssatzdifferenzen gegenüber dem Ausland vergrößerten sich bis im Herbst, anschließend verringerten sie sich. Der Verlauf des bewilligungspflichtigen Kapitalexports macht deutlich, daß die erhöhte Sicherheit bezüglich der Wechselkursentwicklung dazu führte, daß dem internationalen Zinsgefälle bei der Lenkung der grenzüberschreitenden Kapitalströme vermehrte Bedeutung zukommt.

Die Zusammensetzung des Kapitalexports veränderte sich 1979 gegenüber 1978. Bei den Krediten war eine stärkere Zunahme des Volumens als bei den Anleihen und insbesondere bei den Notes zu beobachten. Der Anteil der Kredite erhöhte sich im abgelaufenen Jahr auf 43,9% gegenüber 38,7% im Vorjahr. Diese Entwicklung wurde zum Teil durch die nur bei Notes und Anleihen bestehenden Rückzahlungsvorschriften verursacht. Am 29. November wurde die Regelung aufgehoben, wonach Notes nicht vorzeitig zurückbezahlt werden können. Dadurch dürfte sich die Attraktivität dieser Kapitalexportkategorie wieder etwas erhöht haben.

Der Kapitalexport verlagerte sich 1979 zusehends von den Entwicklungsländern zu den Industrieländern. Der Anteil der Industrieländer am bewilligungspflichtigen Kapitalexport erhöhte sich von 64% im Jahre 1978 auf

73,8% im abgelaufenen Geschäftsjahr. Ferner nahm die Quote der Staatshandelsländer von 3,4% auf 6,2% zu. Demgegenüber verringerte sich der Anteil der Entwicklungsländer und internationalen Entwicklungsorganisationen (Weltbank, Asiatische und Interamerikanische Entwicklungsbank) von 25,7% auf 14,9% und lag auch betragsmäßig unter dem Vorjahresstand. Diese Verschiebungen wurden vor allem durch die massive Erhöhung der Erdölpreise ausgelöst, welche die Ertragsbilanz der Entwicklungsländer absolut weniger belastete als die der Industrieländer. Gemäß Schätzungen der OECD verschlechterte sich der Saldo der Ertragsbilanz der Industrieländer um 39 Mrd Dollar, während sich derjenige der nichterdölproduzierenden Entwicklungsländer nur um 11 Mrd Dollar passivierte. Der erhöhte Finanzbedarf der Industrieländer veranlaßte diese, vermehrt auf den Kapitalmärkten als Kreditnehmer aufzutreten. Dies führte zu einer stärkeren Differenzierung der Konditionen nach Schuldnerkategorien, was den Entwicklungsländern den Zugang zu den Finanzmärkten erschwerte.

#### Devisen- und Geldmarkt

Die restriktive Geldpolitik in den größeren Industrieländern (USA, BRD, Großbritannien) trug dazu bei, daß in den letzten Monaten die Entwicklung auf den Devisenmärkten relativ ruhig verlief. Weder die Ereignisse im Mittleren Osten noch die heftigen Preisbewegungen auf dem Gold- und Silbermarkt hatten nachhaltige Auswirkungen auf die Devisenmärkte. Die Wechselkursschwankungen des Schweizerfrankens gegenüber dem Dollar und der D-Mark hielten sich innerhalb relativ enger Margen und boten keinen Anlaß für massive Devisenmarktinterventionen seitens der Nationalbank. In der Zeit vom 5. November 1979 bis 5. Februar 1980 beliefen sich die Nettointerventionen zum Zwecke der Kurspflege durch die Nationalbank auf lediglich 82 Mio Franken.

Anfangs November lag der Wechselkurs des Dollars bei rund Fr. 1.65 und jener der D-Mark bei Fr. 92.–. Im Laufe des Monats schwächte sich der Dollar etwas ab und erreichte Ende November 1.6140. Die D-Mark hingegen stieg in der letzten Novemberwoche auf knapp Fr. 95.– und fiel anfangs Dezember auf rund Fr. 92.–.

Im Dezember bewegte sich der Dollarkurs bei Fr. 1.60 und die D-Mark bei Fr. 92.–. Gegen Ende Monat trat eine neue Abschwächung des Dollars ein, die sich zu Beginn des neuen Jahres fortsetzte. Der Dollar fiel bis auf einen Kurs von Fr. 1.56 zurück. Von Anfang November bis Ende Dezember wertete sich der Dollar gegenüber dem Schweizerfranken um 4,6% ab.

Der Dollar erholte sich in der ersten Januarhälfte und stieg auf Fr. 1.58. Die Kursschwankungen der D-Mark waren gering. Gegen Ende Januar schwächte sich der Franken wieder ab. Am 1. Februar lag der Dollarkurs bei Fr. 1.6355 und die D-Mark bei Fr. 93.75. Die Dollarabwertung seit Anfang November gegenüber dem Franken betrug damit nur noch 1,2%. Die D-Mark verteuerte sich in dieser Zeitspanne gegenüber dem Franken um 2%.

Der mit den Exporten nach 15 wichtigen Ländern gewichtete nominelle Frankenkurs bildete sich leicht zurück. Ende Januar lag er um 0,8% unter dem Indexstand von Ende Oktober 1979 und 2% tiefer als vor Jahresfrist.

Die ruhige Entwicklung auf den Devisenmärkten erleichterte die Stabilisierung der Notenbankgeldmenge (Giro Guthaben der Wirtschaft und Notenumlauf) auf dem angestrebten Niveau von 29 bis 30 Mrd Franken im vierten Quartal. Einzig am Jahresende wurde diese Bandbreite überschritten, um so den Liquiditätsbedürfnissen der Banken am Ultimo Rechnung zu tragen.

Die Finanzierung des Jahresultimos gestaltete sich etwas schwieriger als im Vorjahr, da die Nationalbank einen restriktiveren geldpolitischen Kurs verfolgte. Im Dezember bot die Nationalbank den Geschäftsbanken anstelle von definitiver Liquidität Refinanzierungskredite (Dollar-Franken-Swaps, Pensionierung von Sterilisierungsreskriptionen, Lombard- und Diskontkredite) im Ausmaß von knapp 12 Mrd Franken an. Davon dienten 9,7 Mrd Franken der Finanzierung des Jahresendbedarfs, wobei den Banken erstmals zum Zwecke der Ultimofinanzierung auch einmonatige und vierzehntägige Liquiditätsswaps offeriert wurden. Die Notenbankgeldmenge erreichte demzufolge am 29. Dezember 37 Mrd Franken und lag damit nur um 2,9% unter dem Wert des Vorjahres von 38,1 Mrd Franken. Die durchschnittliche Notenbankgeldmenge war aber mit 31,6 Mrd Franken um 11,0% kleiner als im Vorjahr.

Dank des massiven Einsatzes von Refinanzierungshilfen konnte der Anstieg der kurzfristigen Zinssätze gebremst werden. Der Eurofrankensatz für Dreimonatsanlagen sank von seinem Jahreshöchststand von 6 $\frac{1}{16}$ % am 18. Dezember auf 5 $\frac{3}{4}$ % am Jahresende. Im Januar wurde die Notenbankgeldmenge, vor allem durch den Rückgang der Refinanzierungskredite, wieder auf einen durchschnittlichen Bestand von 30,4 Mrd Franken reduziert. Die Girogelder der Wirtschaft lagen aber mit 8,3 Mrd Franken immer noch über dem für das Jahr 1980 angestrebten Bestand von rund 7 Mrd Franken.

Bei der vierten Emission von dreimonatigen Geldmarkt-Buchforderungen der Schweizerischen Eidgenossenschaft im Januar, die der Rückzahlung der 2. Serie diente, überstieg das Angebot den vom Bund gewünschten Emissionsbetrag von rund 200 Millionen Franken beträchtlich. Den Banken und Anlegern des Nichtbankensektors wurden 196,5 Millionen Franken zum Einheitspreis von 98,710% des Nominalbetrages zugeteilt, was einer Jahresverzinsung von 5,227% entspricht. Diese Rendite widerspiegelte die Geldmarktverfassung recht gut und hatte für die kurzfristigen Zinsvergütungen eine gewisse Signalwirkung. Die Erhöhung der Festgeldsätze für Dreimonatsdepots um  $\frac{1}{4}$ % auf 5% durch die Großbanken mit Wirkung ab 23. Januar 1980 kam deshalb nicht überraschend.

Die anfangs Februar eingetretene Verflüssigung am Geldmarkt führte dann aber zu einer Reduktion des Zinssatzes für Dreimonatsgelder auf 4 $\frac{1}{4}$ %.

## Geldaggregate

Die Geldmenge  $M_1$  (Bargeldumlauf plus inländische Sichteinlagen) weist seit Juli 1979 rückläufige Wachstumsraten auf. Im November und Dezember sank  $M_1$  im Vergleich zum Vorjahresmonat um 2,4% bzw. 7,9%. Für das Jahr 1979 als Ganzes belief sich das durchschnittliche Geldmengenwachstum auf 8,7%. In der entsprechenden Periode wuchsen die Geldmenge  $M_2$  ( $M_1$  plus Termineinlagen) um 9,6% und die Geldmenge  $M_3$  ( $M_2$  plus Spareinlagen) um 9,2%.

Die Verringerung der Geldmenge  $M_1$  im November und Dezember war auf eine Abnahme der Sichteinlagen zurückzuführen, die im Vorjahresvergleich um 7% bzw. 13,3% sanken. Hingegen stieg der Bargeldumlauf als Folge der zunehmenden Inflation und der Ausdehnung der Konsumnachfrage mit einer Jahresrate von 8,1% bzw. 3,8%. Der seit dem Frühjahr 1979 zu beobachtende Zinsanstieg veranlaßte die Anleger, ihre zinslosen Finanzaktiven abzubauen und statt dessen vermehrt zinstragende Bankeinlagen und Wertpapiere zu erwerben. Sehr deutlich kommt diese Nachfrageverschiebung in der Entwicklung der Termineinlagen zum Ausdruck, deren Jahreswachstumsrate sich von 0% im April auf 72,8% im Dezember erhöhte.

Die im Vergleich zu den übrigen Kapitalmarktzinsen starke Erhöhung der Festgeldzinssätze bewirkte nicht nur eine Verlagerung von Sicht-, sondern auch von Kassenobligationen- und Spargeldern zu Termineinlagen.

Die Wachstumsrate der Spareinlagen sank von rund 10% zu Beginn des Jahres 1979 auf 5,6% im Dezember. Dies ist die geringste Zuwachsrate der Spareinlagen seit April 1975.

Die Bedeutung der negativen Wachstumsraten der Geldmenge  $M_1$  im November und Dezember darf nicht überbewertet werden. Sie bringt lediglich zum Ausdruck, daß sich die Geldmenge  $M_1$  nach der Überhöhung Ende 1978 auf einem tieferen Niveau stabilisierte. Seit Mai 1979 beträgt die durchschnittliche Geldmenge  $M_1$  61,4 Mrd Franken und liegt somit um 3,4% unter dem Durchschnitt in den Monaten September 1978 bis April 1979, aber um 9,7% über dem Durchschnitt der Monate Januar bis August 1978.

## Zinsentwicklung und -struktur

Die Geldmarktsätze sind seit Mitte 1979, gemessen an den Zinsen für Dreimonatsdepots bei Großbanken und am Eurofrankenmarkt sowie an der Rendite eidgenössischer Geldmarkt-Buchforderungen, fast ununterbrochen und stärker als die Kapitalmarktsätze gestiegen. Die kurzfristigen Zinssätze lagen im Berichtsquartal um rund 4,5 Prozentpunkte über dem durchschnittlichen Stand des Vergleichsquartals des Vorjahres. Von Dezember 1979 bis Februar 1980 lagen sie über den Renditen eidgenössischer und kantonaler Obligationen und über den Kassenobligationensätzen.

Die wichtigste Erklärung für die gegenwärtig beobachtete Konstellation der Zinssätze liegt in den Inflationserwartungen. Für das laufende Jahr ist damit zu rechnen, daß sich die Teuerung nicht entscheidend abschwächen wird. Längerfristig dürfte jedoch der von der Nationalbank verfolgte restriktive geldpolitische Kurs eine dämpfende Wirkung auf die Inflation ausüben. Daher erwarten die Anleger kurzfristig inflationsbedingte Kapitalverluste, nicht aber langfristig. Als Kompensation für diese Kapitalverluste müssen die kurzfristigen Zinssätze stärker steigen als die langfristigen.

Ein weiterer möglicher Grund für die hohen kurzfristigen Zinssätze bildet die Tatsache, daß die Sätze auf Kassenobligationen während längerer Zeit nicht marktkonform waren. Eine Umlagerung der sonst in Kassenobligationen angelegten Gelder auf Wartepositionen in Form von Sichteinlagen wäre für die Banken wegen der erhöhten Liquiditätserfordernisse unerwünscht gewesen. Somit mußten die Sätze für Termineinlagen so angesetzt werden, daß sie die Wartegelder auffangen konnten. Da zum Teil auch aus institutionellen Gründen die längerfristigen Termineinlagen kein vollwertiger Ersatz für Kassenobligationen waren, mußten die kurzfristigen Termineinlagen attraktiver gestaltet werden, da sonst Wartegelder nach wie vor in Sichteinlagen geflossen wären.

## 2. Rückblick auf die wirtschaftliche Entwicklung im Jahre 1979

### Privater Konsum

Der private Konsum von Gütern und Dienstleistungen entwickelte sich im vergangenen Jahr erfreulich. Die von der Arbeitsgruppe für Wirtschaftsprognosen vorausgesagte reale Steigerung um 1,5% gegenüber dem Jahre 1978 dürfte vermutlich übertroffen worden sein. Die Erhöhung der Konsumausgaben erklärt sich durch die wiedergewonnene Sicherheit der Arbeitsplätze sowie die im Laufe des Jahres aufgekommenen Inflationserwartungen.

Präzise Aussagen über die Entwicklung dieser anteilmäßig weitaus gewichtigsten Komponente des Bruttosozialproduktes lassen sich nicht machen, da die verfügbaren Statistiken ungenau sind und teilweise nur mit großer zeitlicher Verzögerung publiziert werden.

Die Konsumgüterimporte erhöhten sich im Jahre 1979 gegenüber dem Vorjahr deutlich (real: +7,3%). An diesem Anstieg waren Kleider, Wäsche, Schuhe und Lederwaren (+11,0%), Haushaltgegenstände und -apparate (+12,1%) sowie insbesondere Wohnungseinrichtungen (+31,2%) überdurchschnittlich beteiligt. Die extreme Zuwachsrate bei den Importen an Wohnungseinrichtungen hängt mit dem Bauboom – speziell im Bereich der Einfamilienhäuser – zusammen. Daher sind unmittelbare Auswirkungen der bevorstehenden Hypothekarzinserrhöhung auf den Absatz von Wohnungseinrichtungen nicht auszuschließen. In diesem Bereich lassen sich kurzfristig beträchtliche Einsparungen realisieren, wenn ande-

re Ausgaben – wie im vorliegenden Fall die Zinslast – unerwartet steigen.

Im Automobilsektor bahnte sich gegen Ende Jahr eine von der allgemein positiven Entwicklung abweichende Tendenz an. Die Fahrzeugimporte nahmen zwar im Jahre 1979 nochmals zu (real 1979/78: +4,1%). Die reale Wachstumsrate gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal fiel allerdings von 16,8% im ersten auf -3,7% im vierten Quartal 1979. Diese Tendenz deckt sich mit den Neuwagenverkäufen im Automobilgewerbe. Für das Jahr 1980 wird mit einem Rückgang der Automobilverkäufe um rund 15% gegenüber dem Vorjahr gerechnet, was unter anderem durch höhere Treibstoffpreise und durch das Auslaufen des Nachholbedarfs bedingt sein wird.

Die Entwicklung der Kleinhandelsumsatzstatistik im Jahre 1979 widerspricht sowohl dem eben beschriebenen Zuwachs bei den Konsumgüterimporten als auch den vielen Detailinformationen aus allen Bereichen des privaten Konsumsektors. Gemäß Angaben des BIGA haben sich die Umsätze im Kleinhandel im Jahre 1979 gegenüber dem Vorjahr nominal um 3,7% erhöht, real hingegen um 1,0% vermindert. Auf die Verzerrungen im Preisbereinigungsverfahren, die tendenziell zu einer Unterschätzung der realen Werte geführt haben, ist bereits wiederholt hingewiesen worden. Inwieweit die im August 1979 vorgenommene Anpassung zu wirklichkeitsnaheren realen Werten geführt hat, kann nicht beurteilt werden.

#### Bauinvestitionen

Die Bautätigkeit verstärkte sich im abgelaufenen Jahr beträchtlich. Es gibt Anzeichen für eine besonders markante Erhöhung der Produktion im zweiten Halbjahr. Getragen wurde die Zunahme der Bauinvestitionen vor allem durch den Wohnungsbau sowie durch Investitionen im industriellen und großgewerblichen Bereich.

Nach Schätzungen der Arbeitsgruppe für Wirtschaftsprognosen erhöhte sich die Bautätigkeit im Jahre 1979 um 7% (zu konstanten Preisen). Dies war die stärkste Zunahme seit 1971.

Vom Wohnbaubereich ging die kräftigste Belegung aus. Die Wohnungsproduktion war sowohl regional als auch nach Gemeindegrößen unterschiedlich. Im Jahre 1979 wurden in 92 Städten 12 040 Wohnungen erstellt (+9,7%). Allein im vierten Quartal lagen die Fertigstellungen um 22,3% über dem Vorjahresniveau. Der im Zusammenhang mit dem Einfamilienhausbau-Boom stehende Trend zu Bauten in Gemeinden mit Einwohnerzahlen zwischen 1000 und 10 000 hielt auch im abgelaufenen Jahr an. Diese Entwicklung ist bedingt durch die Landreserven und die gegenüber den Städten günstigeren Bodenpreise. Im Verlaufe des Jahres schwächte sich, nach ersten Zahlen, die Einfamilienhaus-Bautätigkeit ab. Nach den neubewilligten Baukrediten zu schließen, hat sich die Bautätigkeit in Richtung des gemeinnützigen, sozialen und allgemeinen Wohnungsbaus ausgedehnt. Die neubewilligten Baukredite stiegen in diesen Bereichen von Januar bis November um 53,6% bzw. 35,3%. Sowohl

der weiter gesunkene Leerwohnungsbestand – Ende Jahr standen insgesamt noch rund 21 000 (-9000) Wohnungen leer – als auch die Baubewilligungen in 92 Städten deuten darauf hin, daß die Produktion von Wohnungen in Mehrfamilienhäusern zunehmen wird. Im abgelaufenen Jahr wurden in 92 Städten Baubewilligungen für 15 525 Wohnungen erteilt, gegenüber 10 938 ein Jahr zuvor.

Über die Bautätigkeit im industriellen und großgewerblichen Bereich liegen noch keine Zahlen vor. Zur Beurteilung der Entwicklung muß deshalb auf Hilfsgrößen zurückgegriffen werden. Verschiedene Indikatoren (neubewilligte und beanspruchte Baukredite, Bauvorhaben in den nächsten drei Monaten – eine Statistik des Baumeisterverbandes, Planvorlagen) weisen auf eine gegenüber dem Vorjahr verstärkte Bautätigkeit hin. Nach den Planvorlagen für industrielle Bauten zu schließen, konzentrierte sich die Investitionstätigkeit auf Neu- und Erweiterungsbauten, wobei letztere Kategorie dominierte.

Von der öffentlichen Hand sind im abgelaufenen Jahr praktisch keine Impulse ausgegangen, außer vom Nationalstraßenbau in wenigen Regionen. Auch im laufenden Jahr dürfte der Straßenbau im Vordergrund stehen. Insgesamt ist jedoch eine Stagnation zu erwarten. Für 1981 rechnet das Mehrjahresprogramm der öffentlichen Bauten und Industrieaufträge vorübergehend mit einer Belebung. Das geplante Bauvolumen für 1981 liegt um 7,4% über dem Vorjahr.

#### Ausrüstungsinvestitionen

Für die Ausrüstungsinvestitionen liegen noch keine Zahlen vor. Nach Schätzungen der Arbeitsgruppe für Wirtschaftsprognosen stieg die Investitionstätigkeit mit 7,5% ungefähr im Ausmaß des Vorjahres. Es gibt Anzeichen dafür, daß die Investitionstätigkeit im ersten Halbjahr als Folge der Wechselkursentwicklung geringer war als in der zweiten Jahreshälfte. Die Importe von Investitionsgütern stiegen im ersten Halbjahr um real 6,2%, im ganzen Jahr um real 9,0%.

Der technische Fortschritt sowie Engpässe bei der technischen und personellen Kapazität veranlaßten die Unternehmungen, den Produktionsapparat zu erneuern und zu erweitern. Dies traf speziell für die Maschinen-, Apparate- und Metallindustrie sowie die chemische Industrie zu. Ferner lösten die günstigen Finanzierungsbedingungen positive Impulse aus.

#### Außenhandel

Die Exporte stiegen im abgelaufenen Jahr real um 2,2%, ohne Schmuck und Edelsteine um 3,2%. Mit diesem Ergebnis erlitt die schweizerische Exportwirtschaft in einzelnen Bereichen deutliche Marktanteilsverluste, stieg doch der Welthandel um 7%.

Bestätigt hat sich im abgelaufenen Jahr, daß die Investitionsgüterausfuhren nicht stark auf Wechselkursveränderungen reagieren. Seit 1976 beispielsweise ist der

Anteil der schweizerischen Maschinen- und Apparateausfuhren an den Gesamtimporten in die USA trotz des sich laufend abwertenden Dollars gestiegen.

Die relativ stabilen Wechselkurse in Europa trugen im vergangenen Jahr wesentlich zum höheren Realwachstum der Textilausfuhren bei. Die im Berichtsjahr wieder ansteigenden Exportpreismittelwerte sowie Firmenberichte deuten auf eine Verbesserung der Ertragslage hin. Für die Bekleidungsindustrie waren im Jahre 1979 die stabile Franken-D-Mark-Relation sowie der gute Konjunkturverlauf in der BRD die Hauptgründe für den wertmäßigen Exportanstieg; rund 45% der Bekleidungsexporte entfallen nunmehr auf die BRD. Der Anteil betrug 1974 erst 16%.

Insgesamt stiegen die realen Importe um 9% gegenüber dem Vorjahr. Die Rohstoff- und Halbfabrikateinfuhren dehnten sich 1979 real um 13,2% aus; wird dieser Zuwachs um die Sonderbewegungen im Bereich der Schmuck- und Edelsteineinfuhren bereinigt, reduziert er sich auf 9,9%.

Als Folge der höheren Erdölpreise und der im vergangenen Jahr erreichten Stabilisierung des Wechselkurses nahmen die wertmäßigen Einfuhren von Energieträgern um annähernd 70% zu. Die realen Zuwachsraten im Energieträgersektor – Heizöl –9,5%, Kohle 52,3%, Gas 9,4% – lassen den Schluß zu, daß sich ein Substitutionsprozeß in diesem Bereich abzeichnen beginnt. Meldungen aus der Industrie, wonach die Kohle wieder vermehrt als Energiequelle benützt wird, bestätigen diesen aus den Importzahlen ersichtlichen Trend.

Die konjunkturelle Belebung sowie die Preissteigerungen bei den Energieträgern bewirkten eine starke Passivierung der Handelsbilanz. Mit 4,71 Mrd Franken Defizit bewegte sich der Saldo der Handelsbilanz im vergangenen Jahr in der Größenordnung der zwischen 1970 und 1974 ausgewiesenen Passivsaldi (1978: 0,5 Mrd Franken).

## Tourismus

Nachdem die Zahl der Hotellogiernächte in der Schweiz in den ersten drei Monaten der Sommersaison 1979 teilweise deutlich unter den entsprechenden Vorjahresergebnissen geblieben war, stellte sich in den Monaten September und Oktober eine Wende ein. Die Zahl der Hotelübernachtungen nahm in dieser Periode wieder deutlich zu. Die stabilen Wechselkursverhältnisse und die Werbeanstrengungen der Verkehrszentralen einerseits sowie die stabilen Preise andererseits dürften maßgeblich für diese Verbesserung verantwortlich sein. Die aufgrund der erfolgten Buchungen zuversichtlichen Erwartungen für die Wintersaison 1979/80 haben sich bereits in einem guten Dezemberergebnis bestätigt. Erste provisorische Schätzungen für das Jahr 1979 rechnen mit einem Rückgang der Hotelübernachtungen um 3,5% im Vorjahresvergleich. Das Ausbleiben von ausländischen Gästen (–8,5%) konnte nur teilweise durch die Zunahme der Übernachtungen von Inländern (+3%) kompensiert werden.

## Arbeitsmarkt

Im Zuge der konjunkturellen Belebung erhöhte sich auch die Beschäftigung. Die Gesamtbeschäftigung stieg innert Jahresfrist (3. Quartal 1979/78) um knapp 1%. Diese Zunahme war hauptsächlich auf den Zustrom ausländischer Arbeitskräfte (August 1979/78: +2%), insbesondere von Saisoniers (+14,8%), zurückzuführen. Wie aufgrund des markanten Wachstums der Bauwirtschaft zu erwarten war, absorbierte dieser Sektor überdurchschnittlich viele Arbeitskräfte. Es folgten die Bereiche Handel, Banken und Versicherungen sowie das Gastgewerbe.

Im Verlaufe des Jahres 1979 vermehrten sich die Meldungen über Personalengpässe. Umfragen ergaben, daß sich das knappe Arbeitskräfteangebot zu einem erstrangigen Problem für die Wirtschaft herauskristallisiert hat.

Die Arbeitslosigkeit bildete sich im Jahresverlauf weiter zurück. Die Zahl der registrierten Arbeitslosen verringerte sich von 17 153 Ende Januar auf 7704 Ende September. Im letzten Quartal 1979 erhöhte sich die Arbeitslosigkeit gegenüber dem Vorquartal, vor allem aus saisonalen Gründen, im Baubereich und im Gastgewerbe. Ende Jahr wurden 8903 (1978: 12 997) Ganzarbeitslose gemeldet, was den niedrigsten Stand an einem Jahresende seit 1974 bedeutet. Im Januar 1980 wurden 11 371 (1979: 17 153) Ganzarbeitslose ausgewiesen.

Mit der Zunahme im letzten Quartal änderte sich nichts an der im abgelaufenen Jahr beobachteten Berufsstruktur der Arbeitslosen. Am meisten Arbeitslose wiesen nach wie vor die Berufsgattung «Büro», «Unterricht und Erziehung», «Übrige Berufe» und «Metallherstellung und -bearbeitung, Maschinenbau» auf.

Bei der Arbeitslosigkeit nach Kantonen ergaben sich im abgelaufenen Jahr keine nennenswerten Verschiebungen. Ende Jahr wies der Kanton Genf am meisten Arbeitslose auf. Es folgten die Kantone Tessin, Zürich und Bern. Anfang Jahr hatte der Kanton Wallis noch die größte Arbeitslosigkeit verzeichnet.

Auch die Teilarbeitslosigkeit bildete sich im Verlaufe des Jahres zurück. Im März erreichte sie mit 20 909 Teilarbeitslosen ein Maximum. Ende Jahr wurden noch 4407 Kurzarbeitende registriert. Mehr als 50% davon entfielen auf die Uhrenindustrie.

## Preise

Der Konsumentenpreisindex erhöhte sich 1979 gegenüber dem Vorjahr durchschnittlich um 3,6% und verzeichnete damit eine deutlich höhere Zuwachsrate als in den Jahren 1976 bis 1978 mit 1,7% (1976), 1,3% (1977) und 1,0% (1978). Die Inflationsrate stieg – gegenüber dem Stand vor Jahresfrist – von 1,1% im Januar 1979 auf 5,2% in den Monaten November und Dezember. Ausschlaggebend für diese Zunahme der Teuerungsrate waren in erster Linie die Erdölpreiserhöhungen, welche die Bedarfsgruppe «Heizung und Beleuchtung» des Konsumentenpreisindex im Laufe des Jahres um 57,3% (De-

zember 1979/78) teurer werden ließen. Die Gruppe «Verkehr» verzeichnete aufgrund der zwanzigprozentigen Benzinpreiserhöhung mit 5,1% die zweithöchste Teuerungsrate. Bei der mit einem Fünftel anteilmäßig gewichtigsten Untergruppe «Nahrungsmittel» betrug die Preissteigerung 5,0%, während bei der fast gleich stark gewichteten Gruppe «Miete» mit 0,4% der geringste Anstieg zu verzeichnen war. Eigentlich wäre im Zusammenhang mit den Hypothekarzinsenkungen anfangs und Mitte des letzten Jahres um je ¼-Prozentpunkt ein Rückgang der Wohnungsmieten um 7% zu erwarten gewesen, wenn die Zinsermäßigungen voll an die Mieter weitergegeben worden wären. Die angespannten Verhältnisse auf dem Wohnungsmarkt lassen vermuten, daß sich die bevorstehende Hypothekarzinserrhöhung um ½-Prozentpunkt in der Mietpreisentwicklung deutlicher niederschlagen wird, als dies die Zinssenkungen im vergangenen Jahr getan hatten.

Der Großhandelspreisindex erhöhte sich im Jahresdurchschnitt 1979 gegenüber dem Vorjahr um 3,8% (1978: -3,4%). Gemessen an diesem Index fiel der Anstieg der Inflationsrate im Laufe des Jahres 1979 erwartungsgemäß viel deutlicher aus als bei den Konsumentenpreisen. Die Teuerungsrate auf der Großhandelsstufe hat sich – hauptsächlich infolge der starken Erdölpreissteigerungen – von -1,2% im Januar auf +6,9% im Dezember 1979 erhöht. Die gegenüber den Inlandwaren mit 1,9% (Jahresdurchschnitt 1979) deutlich stärkere Preissteigerungsrate der Importwaren von 8,5% war auf die ausländische Inflation sowie die Erdölpreissteigerungen des vergangenen Jahres zurückzuführen, die angesichts des stabilen nominellen Wechselkurses voll auf die Schweizerfrankenpreise durchschlugen. Immerhin erhöhten sich die Jahreszuwachsrate des Großhandelspreisindex in den letzten vier Monaten des abgelaufenen Jahres nur unwesentlich.

### C. Geldpolitische Implikationen

Es ist das erklärte Ziel der Nationalbank, das schweizerische Preisniveau 1980 nicht mehr so stark wie im Vorjahr ansteigen zu lassen. Unter der Voraussetzung, daß besonders schwerwiegende Ereignisse exogener Natur wie z. B. weitere exorbitante Ölpreissteigerungen ausbleiben, bestehen gute Aussichten, das Ziel zu erreichen. Eine Quelle der Besorgnis bildet zur Zeit allerdings die ausgeprägte Schwäche des Schweizerfrankens auf den internationalen Devisenmärkten. Zwar sind die damit verbundenen Probleme im Vergleich zu jenen des während Jahren überhöhten Frankenkurses weniger gravierend, doch auch eine unterbewertete Währung vermag, weil sie zu Inflationsimport führt, erhebliche Schäden in der Wirtschaft anzurichten.

Die Nationalbank hat stets darauf hingewiesen, daß ihr Ziel nicht in der Stabilisierung der nominellen, sondern der realen Wechselkurse besteht. Bei anhaltender Inflation im Ausland ist inländische Preisstabilität mit Stabilität der nominellen Wechselkurse unvereinbar. Gemäß der Kaufkraftparitätentheorie entwickeln sich im System flexibler Wechselkurse die Wertreaktionen zwischen ver-

schiedenen Währungen auf lange Sicht umgekehrt proportional zu den Inflationsraten der betreffenden Länder. Trifft dies zu, so ergeben sich für die internationale Konkurrenzfähigkeit der Industrie keine Nachteile. Der Schweizerfranken sollte also gegenüber dem amerikanischen Dollar so lange steigen, als die Inflation in der Schweiz geringer ist als in den Vereinigten Staaten.

Die jüngste Entwicklung an den Devisenmärkten steht nun allerdings im Gegensatz zu diesen Vorstellungen. Obwohl die Teuerung auch in der Schweiz zunimmt, ist die Inflationsdifferenz zwischen den Vereinigten Staaten und der Schweiz gegenwärtig erheblich größer als zur Zeit der extremsten Frankenhausse im Herbst 1978. Dennoch sinken die in Dollar ausgedrückten Notierungen des Frankens nun schon seit etlichen Wochen kontinuierlich. Die Schwäche der schweizerischen Währung zeigt sich überdies an der deutlichen Erhöhung der DM/Schweizerfranken-Relation; die Entwicklung läßt sich auch hier nicht mit den Teuerungsrate der beiden Länder begründen. Die unerwarteten Geschehnisse am Devisenmarkt bedürfen also einer von den respektiven Inflationsraten unabhängigen Erklärung.

An den früher vielzitierten fundamentalen ökonomischen Gegebenheiten hat sich in den letzten Monaten nichts Wesentliches geändert. Noch immer weist die Schweiz unter den Industrieländern eine der niedrigsten Teuerungsrate auf. Im Vergleich zum Ausland besonders niedrig nimmt sich die seit Monaten annähernd unveränderte sogenannte hausgemachte Inflation aus. Die Teuerungsprognosen sind ebenfalls geringer als anderswo. Die konjunkturelle Entwicklung ist im internationalen Vergleich eher günstig zu beurteilen. Zwar sind die realen Wachstumsmöglichkeiten begrenzt, doch ist Vollbeschäftigung bis auf weiteres gewährleistet. Auch hinsichtlich politischer Stabilität, sozialem Frieden und Währungsreserven hat sich die relative Position der Schweiz gegenüber jener vor 1½ Jahren nicht verschlechtert.

Die Lage in den Vereinigten Staaten hingegen kontrastiert hiezu in auffälliger Weise. Die negativen Folgen der ungewöhnlich hohen und noch immer steigenden Inflationsraten beginnen bereits in den politisch-sozialen Bereich übergreifen. Dabei bestehen zur Zeit kaum Aussichten, die Teuerung innert nützlicher Frist unter Kontrolle zu bringen.

Zur Begründung der Frankenschwäche kann also nicht auf die allgemeine Wirtschaftslage in den verschiedenen Volkswirtschaften verwiesen werden. Es verdient jedoch Erwähnung, daß sich das Bild der außenwirtschaftlichen Bilanz der Schweiz seit einigen Monaten wesentlich verändert hat. Der Überschuß der Ertragsbilanz, der in den Jahren 1976–1978 jeweils um 8 Mrd Franken betragen hatte, dürfte 1979 auf etwa 3,9 Mrd Franken zurückgegangen sein. Stellt man auf die Januarzahlen des Außenhandels ab, so könnte der Überschuß mittlerweile sogar bereits einem Ertragsbilanzdefizit Platz gemacht haben. Dabei ist jedoch zu bedenken, daß die Importzahlen des Monats Januar durch außergewöhnlich hohe Einfuhren an Gold und Bijouteriewaren

aufgebläht waren. Dennoch ist der Umschwung nicht zu übersehen; er dürfte sich auf dem Devisenmarkt in Form einer stärkeren Nachfrage nach Fremdwährungen geltend gemacht haben.

Noch stärker als in der Ertragsbilanz müßte der im internationalen Geschäft der schweizerischen Wirtschaft eingetretene Wandel in der Kapitalverkehrsbilanz, wäre eine solche für die Schweiz verfügbar, zum Ausdruck kommen. Der Kapitalimport hat sich mindestens stark abgeschwächt; der Kapitalexport hingegen, vor allem der nicht bewilligungspflichtige, ist sprunghaft gestiegen. Unter solchen Umständen kann der systembedingte Ausgleich der Zahlungsbilanz nur bei einer markanten Änderung der Bedingungen, vorab also der Wechselkurse und der Zinssätze, erfolgen.

Ein Grund, der gelegentlich zur Erklärung für die verminderte Anziehungskraft des Schweizerfrankens angeführt wird, ist die Goldpreishausse, welche die Aufmerksamkeit der Spekulanten von der schweizerischen Währung ablenkt haben soll. Die Nationalbank würde es zweifellos begrüßen, wenn der Franken von seiner undankbaren Rolle als internationale Reservewährung etwas entlastet würde. Obwohl das Argument einige Plausibilität für sich beanspruchen kann, läßt es sich selbstverständlich quantitativ kaum nachweisen. Jedenfalls ist die Goldpreishausse keine ausreichende Erklärung für die Frankenschwäche, denn gerade in den letzten Wochen, als der Frankenkurs weiter absank, ist es auch um das Gold ruhiger geworden.

Der Hauptgrund für die sukzessive Abwertung des Schweizerfrankens gegenüber den meisten wichtigen Währungen ist die Zinsdifferenz, die seit einiger Zeit alle anderen Faktoren, die für einen starken Franken sprechen würden, überlagert und dominiert. Die Zinssätze waren freilich auch zur Zeit der Franken-Aufwertung im Ausland höher als in der Schweiz. So erzielten im September 1978 dreimonatige Eurofrankenanlagen Zinssätze von 3%, während vergleichbare Anlagen in US-Dollar zu 9¼%, in DM zu 3½% entgolten wurden. Bei der damaligen Unruhe am Devisenmarkt wurden jedoch die Zinsnachteile der Frankenanlagen durch das geringer eingeschätzte Kursrisiko kompensiert.

Der entscheidende Unterschied zu damals besteht also heute darin, daß sich zum Zinsvorteil bei Anlagen in Dollars, D-Mark und holländische Gulden die Wahrscheinlichkeit eines Kursgewinnes gesellt hat. Die offensichtliche Folge davon ist, daß Frankenanlagen großen Ausmaßes liquidiert werden, was einerseits zu einer Abwertung des Schweizerfrankens und andererseits zu einem Anstieg auch der Zinssätze in der Schweiz führt.

Die Zinssätze sind in der Schweiz bis zu einem gewissen Grad politische Größen. Dies gilt insbesondere für den Hypothekensatz. Seine Erhöhung ruft mehr negative Kritik hervor als eine Verbesserung des Sparheftzinses positive Kommentare. Eine Hypothekensatzerhöhung bewirkt über die Wohnungsmieten und die Preise landwirtschaftlicher Produkte einen Anstieg des Konsumentenpreisindex. Hieraus wird dann die in ihrer pauschalen

Form unhaltbare Behauptung abgeleitet, Zinserhöhungen wirkten inflationär.

Die Versuchung, mehr Liquidität zu schaffen und eine Politik des billigen Geldes zu betreiben, liegt also nahe. Damit aber würde die Lösung des Zinsproblems angesichts der gegenwärtigen Inflationstendenzen nur in die Zukunft verschoben. Die Zinssätze fielen zwar kurzfristig, doch würde eine expansive Geldpolitik die Teuerung zusätzlich anheizen und damit längerfristig eine erneute – dann aber dauerhafte – Zinshausse herbeiführen. Die Alternative zu diesem Vorgehen besteht darin, die Zinsen, sofern dies von der Marktkonstellation her notwendig erscheint, weiter ansteigen zu lassen.

Aus schweizerischer Sicht und gemessen an den Zinsverhältnissen des Jahres 1978 mögen die gegenwärtigen Festgeldsätze in der Schweiz hoch erscheinen; objektiv sind sie es aber nicht. Der Eurofrankensatz für dreimonatige Anlagen beträgt derzeit 6¼%, der Festgeldsatz gleicher Fristigkeit 5¼%, die vergleichbaren Sätze für Euro-DM und Euro-Dollar betragen 9½% bzw. 18⅓%. Ähnliche Relationen lassen sich für die Sätze des mittel- und langfristigen Marktes feststellen. Die Anlage in Schweizerfranken ist deshalb vergleichsweise unattraktiv, vor allem auch deshalb, weil momentan wenig Aussicht dafür besteht, daß zum Zinsertrag ein Aufwertungsgewinn hinzukommt.

Für die Schweiz aber bedeuten die relativ hohen Festgeldsätze, daß Spareinlagen und Kassenobligationengelder auf Festgeldkonti, die einträglicher sind, umgelegt werden. Den Banken fehlen somit die längerfristigen Gelder, welche die Kantonal- und Regionalbanken für das Baukredit- und Hypothekengeschäft, die Großbanken für die Gewährung mittel- und langfristiger Exportkredite benötigen. Allein bei den drei Großbanken haben die Kassenobligationengelder seit Februar 1979 um 1½ Mrd Franken abgenommen, während sich gleichzeitig die Exportfinanzierungen stark ausdehnten und die Fristen unter dem Druck der ausländischen Konkurrenz der Exportindustrie immer länger wurden. Die goldene Bankregel, die eine terminkongruente Finanzierung des Aktivgeschäftes verlangt, wird dadurch verletzt und die Struktur der Bankbilanzen verschlechtert sich. Etwas weniger ungünstig präsentiert sich die Lage bei den Kantonal- und Regionalbanken, obwohl auch ihnen der schleppende Zufluß von Spar- und Kassenobligationengeldern ungelegen kommt. Die Nationalbank kann angesichts dieser Entwicklung nicht untätig bleiben. So ließe es sich kaum rechtfertigen, eine Erhöhung der Kassenobligationensätze zu verhindern, nur um den Hypothekensatz möglichst tief zu halten. Das Direktorium hat letztes Jahr den Zinsanstieg verschiedentlich verzögert, was neben positiven Effekten eben auch das Ergebnis zeitigte, daß die Kassenobligationensätze stets hinter den Marktbedürfnissen herhinkten und deshalb keine zusätzlichen Mittel einbrachten. Punktueller Eingriffe in das Zinsgefüge führen zudem zu Verzerrungen, die bestenfalls temporär hingenommen werden können. Auf die Dauer werden sich am Geld- und Kapitalmarkt ohnehin – ähnlich wie am Devisenmarkt – die Marktkräfte durchsetzen.

Die vorstehenden Bemerkungen bedeuten jedoch nicht, daß das Ziel des Direktoriums, auch auf die Zinsentwicklung beruhigend einzuwirken, preisgegeben wird. Eine Zinseskalation ist nach wie vor unerwünscht. Die zögernde Anpassung des Diskont- und des Lombardsatzes an die Marktbedingungen ist ein Beweis dafür, daß es der Nationalbank nicht darum geht, zinspolitische Signale zu geben.

Dennoch müssen klare Prioritäten gesetzt werden. Vorrang hat die Reduktion der Teuerungsrate. Um dieses Ziel zu erreichen, bedarf es einer Höherbewertung des Frankens auf den Devisenmärkten. Die Befestigung des Frankenkurses soll jedoch nicht durch eine gegenüber der bisher befolgten wesentlich restriktiveren Geldmengenpolitik erreicht werden. Der Vorzug des im vergangenen Dezember publizierten Geldmengenzieles liegt ja gerade in der Verstetigung der Geldmengenentwicklung. Eine Stop-and-go-Politik würde nur Verwirrung stiften.

Es liegt auf der Hand, daß eine künstliche Tiefhaltung der Zinssätze mit einer solchen Politik unvereinbar ist. Die Schweiz mit der sehr engen internationalen Verflechtung ihrer Wirtschaft läßt sich gegenüber den Einflüssen des Auslandes nicht abschirmen. Insbesondere kann sie sich der internationalen Zinsentwicklung nicht entziehen.

Preisstabilität ist die beste Garantie für langfristig tiefe Zinssätze. Die Erfahrungen der Jahre 1976–1978 haben diesen auch theoretisch plausiblen Zusammenhang vielfach bestätigt. Das Direktorium ist deshalb gewillt, im Hinblick auf die Teuerungsbekämpfung vorübergehend etwas höhere Zinssätze hinzunehmen.

Die mit der Inflationsbekämpfung verbundenen wirtschaftlichen Nachteile sind dann am geringsten, wenn die Inflation möglichst frühzeitig und energisch bekämpft wird. Je länger zugewartet wird, desto größer werden die inflationsbedingten Verzerrungen im Produktionsbereich und um so unstabiler wird die Wirtschaft.