

## **Wirtschafts- und Währungslage**

Bericht des Direktoriums für die Sitzung  
des Bankrates vom 13. Juni 1980

Beilage zum  
Monatsbericht der Schweizerischen Nationalbank  
Heft Nr. 6, Juni 1980

Der Bericht wurde Anfang Mai abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im Februar, März und April bekannt wurden.

## A. Konjunkturlage in den wichtigsten Industrieländern

### 1. Konjunkturentwicklung und Prognosen

Die allgemein günstige Konjunkturentwicklung im vierten Quartal 1979 setzte sich in den ersten Monaten dieses Jahres fort. In vielen Ländern, ausgenommen den Vereinigten Staaten, sah man sich in der Folge veranlaßt, die Konjunkturprognosen für das laufende Jahr nach oben zu korrigieren. Eine Konjunkturabflachung wird in den meisten Ländern erst in der zweiten Hälfte des Jahres erwartet. Immerhin ließen die industrielle Produktion und die Bautätigkeit in mehreren Ländern im März bereits etwas nach, während sich die Investitionstätigkeit ebenfalls abschwächte. Obwohl einige wichtige Länder seit etwa Mitte des vergangenen Jahres eine restriktivere Geldpolitik verfolgen, nahm die Teuerung, angeheizt durch die Ölpreiserhöhungen, weiter zu.

In den *Vereinigten Staaten* sind erste Anzeichen einer Rezession festzustellen. Vor allem war der Sammelindex der Frühindikatoren während sechs aufeinanderfolgender Monate rückläufig. Seit Februar hat die Industrieproduktion, insbesondere die Produktion dauerhafter Konsumgüter, abgenommen. Die Arbeitslosenrate stieg von 6,2% im März auf 7% im April. Beunruhigend ist nach wie vor die hohe Inflationsrate, die – gemessen an den Konsumentenpreisen – im März weiter zunahm und ein Niveau von 14,7% erreichte (Vorjahresvergleich).

Für 1980 wird ein Wachstum des realen Bruttosozialproduktes von 0,8% prognostiziert. Für den privaten Konsum wird eine durchschnittliche Zuwachsrate von 1,3%, für die Investitionen hingegen ein Rückgang von rund 4% vorausgesagt. Dabei ist zu beachten, daß Konjunkturprognosen im Zeitpunkt der Konjunkturwende mit besonders großer Unsicherheit behaftet sind. Während man in den Vereinigten Staaten allgemein mit einer Rezession rechnet, differieren die Meinungen in bezug auf deren Ausmaß und Dauer beträchtlich.

In den großen europäischen Ländern war im ersten Quartal dieses Jahres noch keine markante Abflachung des Wirtschaftswachstums zu beobachten. In der *Bundesrepublik Deutschland* nahmen die Auftragseingänge aus dem In- und Ausland weiter zu. Die Investitionstätigkeit im industriellen Bereich lag auf hohem Niveau, nicht zuletzt dank der Bemühungen, Erdöl zu sparen und zu substituieren. Die Baunachfrage belebte sich ebenfalls. Das Wirtschaftswachstum sowie eine Senkung der Sparquote der Haushalte bewirkten eine Steigerung der Konsumausgaben. In der Folge verbesserte sich die Beschäftigungslage spürbar. Die Kehrseite dieser Entwicklung war allerdings ein von den Behörden nicht erwarteter Anstieg der Konsumentenpreise, die im April 5,8% über dem Niveau des Vorjahresmonats lagen.

Der Wendepunkt der Konjunkturentwicklung wird erst für 1981 prognostiziert. Im laufenden Jahr dürfte das Bruttosozialprodukt bei einem realen Investitionswachstum von 6,5% um real 2,5% zunehmen. Der durchschnittliche Anstieg der Konsumentenpreise wird auf 5,5% geschätzt (1979: 4,1%).

Im *Vereinigten Königreich* dürften bereits 1980 das Bruttosozialprodukt und die Investitionen um 2,5% schrumpfen. Gemessen an den Konsumentenpreisen erhöhte sich die durchschnittliche Inflationsrate von 11,4% im Jahre 1979 auf 18% im laufenden Jahr. Die Inflationsrate betrug im März sogar 21,8% (Vorjahresvergleich).

In *Frankreich* ist die Konjunkturlage zufriedenstellend. Im ersten Quartal 1980 lag die industrielle Produktion rund 4% über dem Vorjahresstand. Obschon die Auftragsbestände immer noch hoch sind, werden die Investitionsaussichten wegen teuerungsbewingter Unsicherheiten, Kreditrestriktionen und hoher Zinsen weniger optimistisch beurteilt als noch vor kurzem. Die Konsumnachfrage belebte sich im Berichtszeitraum deutlich, nachdem sie im Vorjahr nur wenig zugenommen hatte. Anders als in der Bundesrepublik verschlechterte sich in Frankreich die Beschäftigungslage trotz guter Konjunktur. Die Inflationsrate, gemessen an den Konsumentenpreisen, betrug im März 13,7%.

In *Italien* dürfte das Wachstum des realen Bruttosozialproduktes von 5% im Jahre 1979 auf 2,5% im laufenden Jahr abnehmen. Bei nachlassender Wirtschaftsaktivität wird auch die Inflationsrate von gegenwärtig 20% gegen Jahresende auf etwa 16% fallen.

Im Unterschied zu Europa setzte der Konjunkturrückgang in *Japan* bereits gegen Ende des vergangenen Jahres ein. Die drastischen geldpolitischen Maßnahmen, die die japanische Notenbank im März zur Inflationsbekämpfung und Beseitigung des Ertragsbilanzdefizits ergriff, dürften die Abschwächung noch verstärken. Der Anstieg der Konsumentenpreise betrug im März im Vorjahresvergleich 4,8%, derjenige der Großhandelspreise jedoch rund 23%, was vor allem auf die Ölpreiserhöhungen und die Kursschwäche des Yen zurückzuführen ist.

Für 1980 wird in Japan mit einem Wachstum des realen Bruttosozialproduktes von 4,9% (1979: 6%) gerechnet. Im Unterschied zum Vorjahr wird die Konjunktur in erster Linie von der Exportnachfrage getragen werden, die real um 12,2% zunehmen dürfte. Demgegenüber wird die Importnachfrage um schätzungsweise 2,3% zurückgehen. In der zweiten Jahreshälfte dürfte die Inlandnachfrage allerdings wieder stärker steigen, die Auslandnachfrage dagegen etwas nachlassen.

### 2. Die monetäre Entwicklung

Im ersten Quartal 1980 stand die monetäre Entwicklung weltweit im Zeichen des ausgeprägten Zinsanstiegs

in den Vereinigten Staaten. Die plötzlich veränderte Lage auf den Finanzmärkten veranlaßte zahlreiche Länder, eine flexiblere Geldpolitik einzuführen. Das Ziel bestand darin, einer starken Abwertung der eigenen Währung gegenüber dem Dollar entgegenzuwirken, ohne eine allzu restriktive Geldpolitik verfolgen zu müssen.

In den *Vereinigten Staaten* wurden die im vergangenen Herbst ergriffenen Maßnahmen zur Inflationsbekämpfung verstärkt. Um die Ausdehnung der monetären Aggregate weiterhin zu beschränken, beschloß das Federal Reserve Board, die Geldmenge M<sub>1A</sub> (Bargeld und Sichteinlagen des Publikums bei den Banken) in einer Bandbreite von 3,5% bis 6% im Jahre 1980 wachsen zu lassen; für M<sub>1B</sub> (M<sub>1A</sub> plus weitere Einlegearten, die für Zahlungszwecke verwendet werden können, z. B. NOW- und ATS-Konten) liegt das entsprechende Wachstumsziel zwischen 4% und 6,5%. Nachdem die Jahreswachstumsrate von M<sub>1A</sub> im zweiten Halbjahr 1979 noch mehr als 6% betragen hatte, unterstreichen die monetären Zielgrößen für 1980 die Absicht der amerikanischen Währungsbehörden, den Rhythmus der monetären Ausweitung zu verlangsamen.

Damit im Einklang stand der Mitte März getroffene Entscheidung des Federal Reserve Board, den Banken bei den industriellen und kommerziellen Krediten freiwillige Kreditbeschränkungen zu empfehlen und die Konsumkredite einer zusätzlichen Reservepflicht zu unterstellen. Ferner erhöhte die amerikanische Notenbank die im letzten Herbst eingeführten Pflichtreserven auf den sogenannten «managed liabilities» (Eurodollaraufnahmen, Depositenzertifikate usw.) und forderte nun solche Reserven auch von denjenigen Banken ein, die nicht zum Federal Reserve System gehören. Zusätzlich wurde der Diskontsatz für die größten Banken des Landes um 3 Prozentpunkte auf 16% angehoben.

Der restriktive Kurs der amerikanischen Geldpolitik und Kreditvorbezüge in Erwartung von Kreditbeschränkungen führten zu Zinssatzsteigerungen. Zwischen Mitte Februar und Anfang April stiegen die Federal Funds Rate von 13% auf 19% und der Eurodollarsatz für Dreimonatsgelder von 14% auf 19,5%. Seit Anfang April ist eine Entspannung auf dem Geldmarkt festzustellen. Obwohl keine sicheren Anzeichen für eine Lockerung des geldpolitischen Kurses bestehen, sanken die Zinssätze innert weniger als einem Monat um mehrere Prozentpunkte. Diese Zinswende wurde vor allem durch nach unten korrigierte Inflationserwartungen und die konjunkturell stark nachlassende Kreditnachfrage verursacht. Die restriktiven Maßnahmen vom Herbst 1979, ergänzt durch diejenigen vom März 1980, scheinen die ersten Auswirkungen zu zeitigen. Die Geldmenge M<sub>1A</sub> bildete sich zwischen Februar und April zurück.

In der *Bundesrepublik Deutschland* richteten die Währungsbehörden ihre Geldpolitik nach wie vor an der für 1980 beschlossenen monetären Zielgröße aus. Gleichzeitig wurde versucht, eine allzu starke Abwertung der D-Mark gegenüber dem Dollar zu verhindern. Der Devisenbestand der Bundesbank verringerte sich im ersten

Quartal 1980 um 11,0 Mrd D-Mark; dank kompensierender Maßnahmen gelang es jedoch, die Reduktion der Zentralbankgeldmenge und der freien Reserven der Banken auf 2,9 Mrd D-Mark zu begrenzen. Trotz dieser Abnahme erreichte die Jahreswachstumsrate der Zentralbankgeldmenge – Zielgröße der Bundesbank – Ende März mit 8% die obere Grenze der Zielvorgabe für 1980.

Durch das Zahlungsbilanzdefizit nahm die Bankenliquidität übermäßig ab, was die deutschen Währungsbehörden Ende April veranlaßte, ergänzende Maßnahmen zu ergreifen. Um den Kapitalabfluß zu bremsen, wurde der Diskont- und Lombardsatz erhöht. Zudem setzte die Bundesbank die Mindestreservesätze herab und die Rediskontkontingente herauf. Von diesen Maßnahmen wird erwartet, daß sie die D-Mark gegenüber dem Dollar stärken, das Wachstum der Zentralbankgeldmenge verlangsamen und den gegenwärtig herrschenden Inflationsdruck verringern.

Im *Vereinigten Königreich* unterstreichen die steigende Inflationsrate und der sinkende Kurs des britischen Pfunds die Notwendigkeit einer restriktiven Geldpolitik. Für das Wachstum der Geldmenge Sterling-M<sub>3</sub> (M<sub>1</sub> plus auf Pfund Sterling lautende Termindesposits des Publikums und des öffentlichen Sektors) im Zeitraum von Februar 1980 bis April 1981 wurde eine Jahresrate von 7% bis 11% festgelegt. Für die Periode von Juni 1979 bis April 1980 war dieselbe Zielvorgabe nicht eingehalten worden. Um die Liquidität besser kontrollieren zu können, überprüfen die britischen Behörden zurzeit ihr geldpolitisches Konzept. Es wurde beschlossen, die quantitativen Beschränkungen für das Wachstum der kurzfristigen Termineinlagen Mitte Juni dieses Jahres aufzuheben, nachdem sie durch die Liberalisierung der Devisenkontrollen wirkungslos geworden waren.

Die neuesten Indikatoren zeigen eine Verlangsamung der monetären Expansion. Im ersten Quartal betrug die Jahreswachstumsrate des Bargeldumlaufs um die 9%, während M<sub>1</sub> ungefähr stabil blieb und die Geldmenge Sterling-M<sub>3</sub> um 10% zunahm. Der Zinssatz für dreimonatige Schatzwechsel hat trotz der Zinshausse in Amerika mit einer Zunahme um 2,5 Prozentpunkte nur schwach reagiert. Mitte April wurden für Schatzwechsel 16½% Zins vergütet, während der Diskontsatz von 17% seit November 1979 unverändert blieb.

In *Frankreich* bemühen sich die Währungsbehörden seit drei Jahren, das Ausmaß der Geldmengenexpansion schrittweise zu reduzieren. Bei der Inflationsrate von 12% bezifferte sich im vergangenen Jahr das Wachstum der Geldmenge M<sub>1</sub> zwar noch auf mehr als 14%. Das Wachstumsziel für M<sub>1</sub> von 11% im Jahre 1980 bekundet jedoch den Willen zu einer restriktiven Geldpolitik. Da sich die Geldmengenexpansion bis Ende März nicht abschwächte, verschärfte die Regierung die Kreditbegrenzungsmaßnahmen: Einerseits wurden die zulässigen Kreditexpansionsraten unter das Niveau von 1979 gesenkt und andererseits Kreditraten in die Kontingentierung einbezogen, die bisher von Beschränkungen frei waren (insbesondere Bau- und Exportkredite).

Auf dem Geldmarkt war der Zinsanstieg in Frankreich weniger ausgeprägt als im Ausland. Der Interbanksatz für Dreimonatsgelder nahm von 12% im September 1979 auf einen Höchstwert von 14,25% Mitte März zu. Seither hat sich die Lage entspannt. Mitte April lag der Dreimonatssatz wieder unter 13%.

In Japan haben die Zahlungsbilanzdefizite der letzten Monate mehr als in anderen Ländern zu monetären Schwierigkeiten geführt. Zwischen September 1979 und Februar 1980 verminderten sich die Devisenreserven um mehr als 770 Mrd Yen; diese Liquiditätsabnahme kompensierte die Notenbank mit massiven Offenmarktkäufen von Wertpapieren. Der geldpolitische Kurs blieb indessen restriktiv und beeinflusst bereits die monetären Aggregate. Die Ausweitung der Geldmenge  $M_1$  begann sich zu verlangsamen; die Jahreszuwachsrate bildete sich von 8,9% im September auf 6,5% im Januar zurück. Etwas weniger ausgeprägt verminderte sich von 10,8% auf 9,8% die Zuwachsrate von  $M_2$ . Die von den japanischen Behörden verfolgte Politik eines gemäßigten Wachstums der inländischen Liquidität war zudem von wiederholten Diskontsatzserhöhungen begleitet. Seit November 1979 hoben sie den Diskontsatz dreimal an. Diese Satzerhöhungen von 5,25% auf 9% führten zu analogen Anpassungen bei den kurzfristigen Sätzen auf dem Geldmarkt.

Mit der gegenwärtigen Geldpolitik wurde versucht, das Inflationsproblem und das Problem des externen Defizits gleichzeitig zu lösen. Die Inflationsrate ist immer noch hoch und beschleunigte sich von 6,4% im Januar auf 7,6% im Februar. Die japanischen Behörden hoffen jedoch, der restriktive Kurs ihrer Politik führe bald zu einer Aufwertung des Yen, womit der Druck der importierten Inflation nachlassen würde.

### 3. Die Währungslage

Im ersten Quartal dieses Jahres veränderten sich die Wechselkurse der meisten Währungen stärker als im letzten Quartal von 1979, obwohl die Zentralbanken auf den Devisenmärkten intervenierten. Im Mittelpunkt des Devisenmarktgeschehens stand der starke Kursanstieg des *Dollars* gegenüber allen wichtigen Währungen, der Ende März einen Höhepunkt erreichte und im April von einem fast ebenso starken Kursrückgang gefolgt war. Bestimmend für die Wechselkursentwicklung waren in erster Linie die amerikanische Zinssatzentwicklung und die Erwartungen über einen Erfolg der Teuerungskämpfung.

Zur Bekämpfung der wachsenden Teuerung erhöhte das Federal Reserve Board den Diskontsatz Mitte Februar und ergänzte Mitte März das Stabilitätsprogramm von Präsident Carter durch zusätzliche geld- und kreditpolitische Erlasse. Die restriktiven Maßnahmen und die weiterhin vorhandenen Inflationserwartungen ließen insbesondere die kurzfristigen Zinssätze sehr stark steigen. Die Zinssatzdifferenzen veränderten sich zugunsten von Dollaranlagen und lösten einen entsprechen-

den Kursanstieg der amerikanischen Währung aus. Da die Inflationsbekämpfung in allen Industrieländern im Mittelpunkt der Wirtschaftspolitik steht, wurden die Zinssätze fast überall erhöht, wenn auch nicht im selben Ausmaß wie in den USA. Beispielsweise lagen die amerikanischen Geldmarktsätze gegen Ende März mit rund 16% 6 Prozentpunkte über denjenigen in der Bundesrepublik. Handelsgewichtet betrug der Kursanstieg der amerikanischen Währung von Anfang Januar bis zum 11. April 1980 5,3%. Im April änderte sich die Situation schlagartig. Die geldpolitischen Maßnahmen und die untrüglichen Anzeichen einer Rezession in den USA reduzierten das Geldmengenwachstum und die Inflationserwartungen. In der Folge bildeten sich die Zinssätze stark zurück, und der Dollarkurs fiel allein in der Zeit vom 11. bis zum 25. April handelsgewichtet um 2,1%.

Mit welcher Dollarkursentwicklung in nächster Zeit zu rechnen ist, wird entscheidend vom Kurs der Geldpolitik beeinflusst. Im Prinzip ist eine Rezession mit einer Verringerung der Teuerung und einem Kursanstieg der inländischen Währung verbunden. Kurzfristig dominieren jedoch häufig die Wechselkurseffekte hoher Zinssätze, die sich erst im Verlauf der Rezession zurückbilden. Welche Effekte in den Vereinigten Staaten in den nächsten Monaten dominieren werden, wird vom Ausmaß und von der Dauer der Rezession abhängen. Je expansiver die Geldpolitik auf die Rezession reagiert, desto größer wird die Wahrscheinlichkeit eines Dollarkursfalls. Im übrigen ist der Dollarkursverlauf auch von der Konjunktorentwicklung und der Geldpolitik anderer Länder abhängig.

Die Wechselkurse aller anderen wichtigen Währungen waren von der Zinsentwicklung in den Vereinigten Staaten stark beeinflusst. Trotz massiver Devisenmarktinterventionen fielen die Kurse gegenüber dem Dollar von Mitte Februar bis Anfang April beträchtlich. Die konzentrierten Netto-Dollarverkäufe der wichtigsten Notenbanken betragen im März rund 14 Mrd Dollar. Anfangs April änderte der Wechselkursverlauf die Richtung.

Tabelle 1: Wechselkursveränderung ausgewählter Währungen gegenüber dem Dollar

in %	28.12.1979 bis 8.4.1980	28.12.1979 bis 14.5.1980
Schweizerfranken	-15,5	-4,9
Deutsche Mark	-12,8	-4,1
Franz. Franken	-11,7	-4,3
Lira	-11,6	-4,7
Yen	- 8,4	+5,4
Brit. Pfund	- 4,4	+2,1

Die *Deutsche Mark* erreichte Anfang Januar mit 1.70 den höchsten bisher verzeichneten Wert gegenüber dem Dollar. Von da an schwächte sich die deutsche Währung gegenüber der amerikanischen bis zum 8. April 1980 um 13% ab. Durch zweimalige Diskont- und Lombardsatzerhöhungen, die Lockerung der Kapitalimportbestimmungen und beträchtliche Dollarverkäufe ver-

suchte die Deutsche Bundesbank dem Kursverfall und dem damit verbundenen Inflationsimport Einhalt zu gebieten. Der Markkurs erholte sich jedoch erst im April, als die amerikanischen Zinssätze wieder fielen. Handelsgewichtet verringerte sich der Kurs der D-Mark von Anfang Januar bis zum 25. April um 1,7%.

Über den gesamten Berichtszeitraum gesehen, erwies sich das *britische Pfund* als die stärkste der europäischen Währungen, was vor allem auf die Vorteile in der Erdölversorgung und das hohe Niveau der kurzfristigen Zinssätze zurückzuführen ist. Im Februar wertete sich das Pfund als einzige europäische Währung gegenüber dem Dollar auf. Von Ende Februar bis Ende März kam es jedoch zu einem Kursfall des Pfundes gegenüber der amerikanischen Währung, da die amerikanischen im Verhältnis zu den britischen Zinsen stiegen. Über den gesamten Zeitraum von Anfang Januar bis zum 8. April war die Kursentwertung des Pfundes gegenüber dem Dollar mit 4,4% kleiner als diejenige anderer europäischer Währungen oder des Yen. Auf handelsgewichteter Basis stieg der Pfundkurs von Anfang Januar bis zum 25. April ohne nennenswerte Fluktuationen um 5,6%.

Die Kurse des *französischen Frankens* und der *italienischen Lira* entwickelten sich gegenüber dem Dollar ähnlich: In beiden Fällen betrug der Kursfall von Anfang Januar bis zum 8. April rund 12% und der anschließende Kursanstieg bis zum 14. Mai 8,4% bzw. 7,8%. Handelsgewichtet entwerteten sich der französische Franken und die italienische Lira in der Periode von Anfang Januar bis zum 25. April um 1,0% bzw. 2,0%.

Der Kurs des *japanischen Yen* war im Januar bei ausgeprägten Schwankungen relativ stabil, fiel aber im Februar sowohl gegenüber dem Dollar wie auch handelsgewichtete beträchtlich. Die japanische Notenbank ergriff eine Reihe drastischer monetärer Maßnahmen, die im März zu einem handelsgewichteten Kursanstieg des Yen führten. Gegenüber dem Dollar entwertete sich der Yen jedoch wie alle anderen Währungen. Die ungünstige Ertragsbilanzentwicklung und die steigende Inflationsrate hatten die japanische Notenbank veranlaßt, mit allen verfügbaren Mitteln eine weitere Abwertung des Yen zu verhindern. Als Instrumente wurden beträchtliche Diskontsatzserhöhungen, Erleichterungen der Kapitaleinfuhr, vermehrte Devisenmarktinterventionen, Limiten für die Kreditausweitung und Erhöhung der Mindestreservesätze eingesetzt. Zudem wurde mit den Zentralbanken der Vereinigten Staaten, der Bundesrepublik Deutschland und der Schweiz vereinbart, den Yen durch konzentrierte Interventionskäufe zu stützen. Die Geldmarktsätze nahmen in Japan von Mitte bis Ende März mit 4 Prozentpunkten ebenso stark wie in den Vereinigten Staaten zu, blieben jedoch im April auf dem erreichten Niveau. Trotz der sich vergrößernden Zinsdifferenz zugunsten von Yenanlagen war der handelsgewichtete Kursverlauf der japanischen Währung im April sehr instabil. Über den gesamten Berichtszeitraum von Anfang Januar bis zum 14. Mai stieg der Kurs des Yen gegenüber dem Dollar um 5,4%, während der handelsgewichtete Yenkurs von Anfang Januar bis zum 25. April um 1,7% fiel.

Im EWS bewirkte der amerikanische Zinsanstieg Verschiebungen im Wechselkursgefüge. Starke kurzfristige Portfolioumschichtungen aus DM-Anlagen führten trotz Gegenmaßnahmen der Deutschen Bundesbank dazu, daß die D-Mark gegen Ende März vorübergehend an die untere Bandbreitengrenze des Wechselkurssystems stieß. Die schwächste Währung im System war während des ganzen Berichtszeitraums wie schon im Vorquartal der belgische Franken. Trotz zweimaliger Diskontsatzserhöhungen sowie kontinuierlicher Interventionskäufe bewegte sich der Kurs des belgischen Frankens nahe der Divergenzschwelle und an der unteren Bandbreitengrenze. Die Situation verbesserte sich erst mit zunehmender Entwertung der D-Mark. An der oberen Bandbreitengrenze des Systems lag im Januar und Februar der französische Franken.

Mitte März jährte sich die Gründung des EWS zum erstenmal. Zu den positiven Erfahrungen mit dem EWS gehört die im Vergleich zu früheren Jahren starke Zunahme der innereuropäischen Wechselkursstabilität, wobei zweimal Leitkursanpassungen vorgenommen wurden. Es ist allerdings zu berücksichtigen, daß die Lage auf den Devisenmärkten im letzten Jahr vergleichsweise ruhig und das EWS noch keiner ernsthaften Belastungsprobe ausgesetzt war. Negativ ins Gewicht fällt hingegen die Tatsache, daß bisher keine Annäherung der nationalen Wirtschaftspolitiken festzustellen ist und die Inflationsraten nach wie vor weit auseinanderklaffen. Außerdem bestehen immer noch Meinungsverschiedenheiten zwischen dem Vereinigten Königreich und den übrigen EG-Ländern, die einer britischen Teilnahme am Wechselkurssystem des EWS im Wege stehen. Ursprünglich war für das EWS eine Anlaufphase von zwei Jahren vorgesehen worden. In Anbetracht der bestehenden Probleme und der Schwierigkeiten, sich über die Aufgaben des künftigen Europäischen Währungsfonds zu einigen, ist mit einer Verlängerung zu rechnen.

#### 4. Ertragsbilanzentwicklung und Defizitfinanzierung

Der Erdölpreisanstieg hinterließ im vergangenen Jahr tiefe Spuren in den Ertragsbilanzen. Der gemeinsame Überschuß der erdölexportierenden Länder nahm von 5 Mrd Dollar im Jahre 1978 auf 68 Mrd Dollar im Jahre 1979 zu und dürfte im laufenden Jahr auf 100 Mrd Dollar oder mehr steigen. Die Ertragsbilanzposition der ölimportierenden Länder verschlechterte sich dementsprechend. Für die Industrieländer wird 1980 ein Defizit von 47,5 Mrd Dollar, für die Entwicklungsländer ohne Erdölvorkommen ein Defizit von 68 Mrd Dollar prognostiziert.

Als verzögerte Reaktion auf den Erdölpreisanstieg dürften die Güterimporte der Erdölstaaten 1980 stark zunehmen, nachdem sie im Vorjahr ausgesprochen niedrig gewesen waren. Der Großteil der zusätzlichen Nachfrage wird den Industrieländern zugute kommen. Der Handelsbilanzüberschuß der Industrieländer gegenüber den Entwicklungsländern wird weiter zunehmen, während sich die Terms of Trade zugunsten der Industrieländer verbessern werden.

**Tabelle 2: Ertragsbilanzen wichtiger Ländergruppen (ohne offizielle Transfers)**

in Mrd Dollar	1973 <sup>1</sup>	1974 <sup>1</sup>	1975	1976	1977	1978	1979	1980 <sub>p</sub>
Industrieländer	9,8	-13,0	16,1	-2,6	-6,6	29,6	-10,9	-47,5
Ölexportierende Länder	6,5	67,8	35,0	40,0	31,7	5,0	68,4	115
Entwicklungsländer ohne Erdölvorkommen	-11,3	-29,9	-45,8	-32,1	-28,0	-36,2	-54,9	-68

<sup>1</sup> Die Ländereinteilung weicht leicht von derjenigen in den Jahren 1975–1980 ab.

p: prognostiziert

Quelle: Internationaler Währungsfonds

Innerhalb der Gruppe der Industrieländer war die Ertragsbilanzentwicklung in den letzten Jahren sehr unterschiedlich. Die Ertragsbilanz der Vereinigten Staaten wies 1979 einen Überschuß von 3 Mrd Dollar auf, nachdem in den beiden Vorjahren große Defizite erzielt worden waren (1977 -11,3 und 1978 -10,3 Mrd Dollar). Umgekehrt war der Verlauf in der Bundesrepublik Deutschland und in Japan. Nach Rekordüberschüssen in den beiden Vorjahren verzeichnete die Ertragsbilanz in der Bundesrepublik 1979 nur noch einen geringen Überschuß von einer Milliarde Dollar und in Japan ein Defizit von 8 Mrd Dollar. Ein wichtiger Bestimmungsfaktor der unterschiedlichen Ertragsbilanzentwicklung bildete der Verlauf der Binnennachfrage in den einzelnen Ländern. In den USA nahm sie 1979 real nur wenig zu, während sie in der Bundesrepublik und in Japan im zweiten Halbjahr 1979 gegenüber der Vorjahresperiode um 5% bzw. 6,5% stieg. Die gegenüber 1978 veränderte Wechselkursituation dürfte ebenfalls zu dieser Entwicklung beigetragen haben. Auch die Ertragsbilanzen des Vereinigten Königreichs, Frankreichs und Italiens verschlechterten sich 1979. Doch unter Berücksichtigung des Kapitalverkehrs blieb die Außenwirtschaftsposition dieser Länder befriedigend. Die kleineren Industrieländer, mit Ausnahme der Schweiz, wiesen 1979 wie im Vorjahr eher größere Defizite aus.

1980 wird die Ertragsbilanzstruktur der Industrieländer derjenigen des zweiten Halbjahres 1979 gleichen, wobei im allgemeinen die Überschüsse geringer, die Defizite hingegen größer sein werden. Die USA rechnen dieses Jahr nur mit einem geringen Defizit, weil die wahrscheinliche, konjunkturbedingte Importabnahme den Effekt der höheren Erdölpreise kompensieren dürfte. Das Defizit Japans wird weniger stark zunehmen, als der Ölpreisanstieg und die Ölimportabhängigkeit Japans erwarten lassen, da die Wechselkursabschwächung von 1979 und Anfang 1980 nicht ohne Wirkung auf die diesjährigen Import- und Exportmengen bleiben wird. Außerdem ist zu beachten, daß der forcierte Import einiger wichtiger Rohstoffe, der vor allem im September 1979 eine große Rolle spielte, dieses Jahr wegfallen wird. Die Ertragsbilanzen aller anderen Industrieländer, ausgenommen diejenigen des Vereinigten Königreichs und Norwegens, die vom Nordseeöl profitieren, werden sich 1980 deutlich verschlechtern.

Probleme bei der Finanzierung der Ertragsbilanzdefizite werden in erster Linie in den Entwicklungsländern

ohne Erdölvorkommen auftreten. Deren gesamtes Defizit dürfte 1980 etwa zweimal so groß sein wie jenes von 1978. In den vergangenen Jahren konnten die Entwicklungsländer auf den internationalen Finanzmärkten Kredite in großen Beträgen und zu günstigen Bedingungen aufnehmen. Die seit Mitte 1979 in den wichtigen Industrieländern verfolgte restriktive Geldpolitik führte zu einem starken Anstieg der kurzfristigen und langfristigen Zinssätze, der die Kredite an die Entwicklungsländer verteuerte. Als zweitrangige Schuldner müssen sie zudem eine immer ausgeprägtere Differenzierung der Zinssätze und Laufzeiten nach Schuldnerqualität in Kauf nehmen. Nachdem 1979 auf den internationalen Finanzmärkten Kredite und Anleihen in Rekordhöhe aufgenommen worden waren, führten die hohen Zinssätze im ersten Quartal dieses Jahres zu einem starken Rückgang der Kreditaufnahme. Insbesondere die Entwicklungsländer waren bestrebt, ihre Kreditaufnahme zu drosseln, und finanzierten die steigenden Ertragsbilanzdefizite kurzfristig durch Abbau von Reserven.

## 5. Die Finanzpolitik ausgewählter Länder

Gegenwärtig sind eine Reihe von Industriestaaten bestrebt, ihre finanzpolitischen Zügel anzuziehen. In praktisch allen Ländern haben langjährige Defizite die Staatsschuld beträchtlich erhöht, so daß die Budgets durch Zinszahlungen stark belastet werden. Eine weitere Zunahme der Haushaltsdefizite ist daher sowohl aus volkswirtschaftlichen wie auch politischen Gründen nicht mehr zu rechtfertigen. Da der Spielraum für Mehreinnahmen sehr beschränkt ist, muß der Budgetausgleich in erster Linie durch eine Reduktion der Ausgaben verwirklicht werden.

In den *Vereinigten Staaten* wurde für das laufende Fiskaljahr, das im September zu Ende gehen wird, ein Defizit von 40 Mrd Dollar budgetiert, wobei heute eine Verringerung des Defizits um 3,2 Mrd Dollar angestrebt wird. Im Fiskaljahr 1981 soll der Haushaltsausgleich erreicht werden, und zwar durch Ausgabenminderungen im Betrag von 15,5 Mrd Dollar sowie durch eine Importabgabe auf Erdöl, die 10–12 Mrd Dollar Einnahmen abwerfen soll.

Der Finanzhaushalt der *Bundesrepublik Deutschland* ist seit der Rezession von 1975 deutlich defizitär. Die Verschuldung der öffentlichen Haushalte stieg von da-

mals 224 Mrd auf 420 Mrd D-Mark Ende März 1980. Ende dieses Jahres dürfte die gesamte öffentliche Verschuldung 450 Mrd und gemäß Finanzplan Ende 1984 610 Mrd D-Mark betragen. Im internationalen Vergleich ist die öffentliche Verschuldung in der Bundesrepublik mit einem Anteil von 30% am Bruttoinlandprodukt allerdings eher klein. Dieser Anteil beträgt in Italien 65%, in England 61%, in den USA 52%, in Schweden 44%, in der Schweiz 30% und in Frankreich 16%.

Das Wachstum des Bundesdefizits kam 1979 erstmals seit fünf Jahren zum Stillstand. 1980 sollte das Haushaltsdefizit des Bundes kleiner ausfallen als im Vorjahr, da die Regierung ein unterdurchschnittliches Ausgabenwachstum plant. Ab 1981 werden für den Bundeshaushalt allerdings neue Belastungen auftreten.

Im *Vereinigten Königreich* ist die Geld- und Fiskalpolitik in sehr starkem Ausmaß auf die Inflationsbekämpfung ausgerichtet. Bis zum Jahr 1983/84 sollen das Geldmengewachstum von heute 7 bis 11% auf 4 bis 8% und der Anteil des Budgetdefizits am Bruttoinlandprodukt von 4% auf 1½% reduziert werden. Diese Defizitverminderung wird unabhängig von der konjunkturellen Entwicklung durch reale Kürzungen der Staatsausgaben im Ausmaß von 4% angestrebt. Auch für das laufende Fiskaljahr sind beträchtliche Ausgabenkürzungen vorgesehen.

Eine Ausnahme vom allgemeinen Trend zu einer zunehmend restriktiven Finanzpolitik bildet *Italien*. Dabei findet sich Italien in monetärer Hinsicht in einer ähnlich schlechten Lage wie das Vereinigte Königreich. Beide Länder haben eine große Staatsverschuldung und hohe Teuerungsraten. Die realwirtschaftliche Situation ist allerdings nicht dieselbe. Italien weist ein beträchtliches Wirtschaftswachstum auf, das sich auf eine markante Exportnachfrage stützen kann. Dank der guten Exportergebnisse verursachte die große Erdölabhängigkeit bis heute keine Ertragsbilanzprobleme.

In *Japan* wurden im vergangenen Fiskaljahr rund 40% der Staatsausgaben durch Kreditaufnahme finanziert. Dieser hohe Anteil wird im laufenden Jahr sinken, indem der Staat auf dem Kapitalmarkt 2 Billionen Yen weniger aufnehmen will als im Vorjahr (15,3 Billionen Yen). Der Ausfall soll durch höhere Steuereinnahmen kompensiert werden, die dank guter Konjunkturlage und der Erhöhung einiger Steuersätze erwartet werden. Auf die Einführung einer allgemeinen Warenumsatz- oder Mehrwertsteuer wird weiterhin verzichtet. Es ist auch geplant, das Ausgabenwachstum einzuschränken. Verschiedene öffentliche Bauprojekte wurden aufgeschoben und die Tarife öffentlicher Dienstleistungen, vor allem jene für Elektrizität und Gas, massiv erhöht.

## **6. Die Auswirkungen der Ölpreiserhöhungen von 1978/79: ein Vergleich mit der Situation von 1973/74**

Die Ölpreisentwicklung seit 1973 verlief außerordentlich sprunghaft. Die in Dollar ausgedrückten Ölpreise

vervierfachten sich in der ersten Ölkrise von 1973/74, nahmen dann bis Mitte 1978 nur wenig zu, um von Mitte 1978 bis Mai 1980 mit rund 130% wieder sehr stark zu steigen. In absoluten Werten war die zweite Ölpreiserhöhung größer als die erste.

Das Ausmaß der jüngsten Ölpreiserhöhung erinnert an die Situation von 1973/74. Es stellt sich daher die Frage, ob die gegenwärtige Wirtschaftslage mit derjenigen nach der ersten Erdölkrise verglichen werden kann und ob zu Beginn der achtziger Jahre mit einer ebenso schweren Rezession zu rechnen ist, wie wir sie Mitte der siebziger Jahre erlebten.

Die meisten Länder scheinen sich zurzeit in erster Linie über die durch die jüngste Ölpreiserhöhung angeheizte *Teuerung* Sorgen zu machen. Die durchschnittliche Inflationsrate im OECD-Raum ist heute wieder nahezu auf dem Niveau von 1974. Die Konsumentenpreise lagen Ende März dieses Jahres rund 13% über dem Vorjahresstand, während die Teuerung im ersten Halbjahr 1974, ausgedrückt als Jahresrate, 14,9% betrug.

Ein wesentlicher Unterschied zwischen der gegenwärtigen Situation und jener von 1974 ist die verhältnismäßig bescheidene Reaktion der Nominallohne auf die Inflationsbeschleunigung. Der Anstieg der industriellen Lohnstückkosten war bisher ebenfalls maßvoll. Doch ist nicht anzunehmen, daß diese Entwicklung weiter anhält. In welchem Ausmaß die Lohnstückkosten steigen werden, wird wesentlich von der Entwicklung des realen Ölpreises in den kommenden Monaten abhängen.

Die gegenwärtige Wirtschaftslage weicht von jener der Jahre 1974/75 auch darin ab, daß sich die Konjunktur in den einzelnen Ländern heute im Unterschied zu damals nicht synchron entwickelt. Während die Rezession in den Vereinigten Staaten bereits begonnen hat, ist die Wirtschaftsaktivität in der Bundesrepublik, in Frankreich und auch in Japan immer noch lebhaft. Infolge der konjunkturellen Phasenverschiebungen wird damit gerechnet, daß die sich abzeichnende Rezession nicht dieselben Ausmaße annehmen wird wie diejenige von 1974/75. Für den OECD-Raum wird 1980 eine Zunahme des realen Bruttosozialprodukts in der Größenordnung von 1,5 bis 2% erwartet, während in den Jahren 1974/75 nahezu ein Nullwachstum verzeichnet wurde. Die Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern dürften im gegenwärtigen Konjunkturzyklus größer sein als damals. Mit wirtschaftlichen Schwierigkeiten ist vor allem in den Entwicklungsländern ohne eigene Ölvorkommen zu rechnen. Diese Länder dürften in den kommenden Monaten geringere Wachstumsraten erzielen als Mitte der siebziger Jahre.

Vergleicht man die *Ertragsbilanzwirkungen* der jüngsten Ölpreiserhöhungen mit denjenigen von 1974/75, so lassen sich einige Unterschiede feststellen. Die Ertragsbilanzungleichgewichte sind heute größer als damals (siehe Tabelle 2). Zudem liegt das Verschuldungsniveau der meisten Entwicklungsländer 1980 höher als 1974. Somit ist die Finanzierung der neuen Ungleichgewichte

und die Erneuerung auslaufender Kredite für die Banken mit größeren Risiken verbunden als 1974/75. Soweit heute überblickbar, werden sich die Ungleichgewichte auch weniger rasch beseitigen lassen, als es 1975 wenigstens für die Industrieländer als Folge der Rezession der Fall war. Den Entwicklungsländern dürfte es sehr schwerfallen, den höheren Fehlbetrag zu reduzieren.

Beim ersten Erdölchock wurden die Anpassungsprobleme allgemein als sehr schwerwiegend betrachtet. Da auch die Finanzierungslücken einiger Industrieländer beträchtlich waren, standen hauptsächlich deren Probleme zur Diskussion. So hatten das Vereinigte Königreich und Italien mit großen Finanzierungsproblemen zu kämpfen. Sie beanspruchten einen wesentlichen Teil der vom Internationalen Währungsfonds (IWF) und den internationalen Finanzmärkten zur Verfügung gestellten Mittel. Heute werden eindeutig die Schwierigkeiten der Entwicklungsländer als das zentrale Problem erachtet. 1980 dürften die Ertragsbilanzen des Vereinigten Königreichs und Italiens einen Aktivsaldo aufweisen. Auf der anderen Seite werden die Bundesrepublik und Japan Milliardenbeträge zur Defizitfinanzierung beanspruchen. Als erstklassige Schuldner können sie sich mit großen Krediten auf den Finanzmärkten des Auslandes oder direkt bei den OPEC-Staaten eindecken und benötigen keine Mittel des IWF. Dadurch wird mit großer Wahrscheinlichkeit eine Verteuerung der Kredite für jene Schuldner eintreten, die aus der Sicht der Gläubiger von geringerer Qualität sind. Für die Entwicklungsländer könnten sich deswegen die Finanzierungsprobleme verschärfen.

Die Liquidität des IWF ist gegenwärtig weit größer als Mitte der siebziger Jahre. Auch wenn der Währungsfonds heute seine Darlehen teilweise eher mittelfristig gewähren kann, besteht seine wesentliche Aufgabe weiterhin in der Finanzierungshilfe kurzfristiger Zahlungsbilanzprobleme. Dagegen hat der IWF nun die Möglichkeit, intensiver auf die Anpassungsprozesse einzuwirken als damals. Der weitaus größte Teil des Ertragsbilanzdefizits wird nach wie vor durch langfristige Kredite von offiziellen Stellen oder Banken finanziert werden müssen. Doch bis heute bestehen keine Anzeichen, daß 1980 wesentliche neue Schwierigkeiten bei der Finanzierung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte auftreten werden. Wie der Finanzbedarf und die Kreditmarktverhältnisse ab 1981 aussehen werden, ist heute noch nicht klar erkennbar. Sollten die Ungleichgewichte in bedeutendem Umfang bestehen bleiben – wofür vieles spricht –, dürften sich die Probleme der Defizitfinanzierung deutlich verschärfen.

Versucht man die gegenwärtige Reaktion der *Geldpolitik* auf die jüngsten Ölpreiserhöhungen mit derjenigen von 1974/75 zu vergleichen, so fällt als erstes die höhere Priorität auf, die heute der Inflationsbekämpfung beigemessen wird. In den ersten Monaten dieses Jahres war die Geldpolitik in allen großen Industrieländern restriktiv. Es ist allerdings nicht möglich, die restriktiven Wirkungen der Geldpolitik heute und vor fünf Jahren zuverlässig miteinander zu vergleichen.

Die *Finanzpolitik* ist heute deutlich restriktiver als 1974. Damals wurden die Staatshaushalte der meisten Länder kräftig ausgeweitet. Mit Ausnahme von Italien war die Finanzpolitik 1974 zwar restriktiver als 1973, doch in ihrer Wirkung immer noch leicht expansiv. Im letzten Quartal 1974 leiteten viele Länder angesichts der Rezessionstendenzen eine expansive Finanzpolitik ein. Stabilitätsabgaben wurden aufgelöst, Sonderförderungsprogramme eingeleitet und Steuersätze herabgesetzt.

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

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

#### *Kapitalmarkt*

Der Zinsanstieg im Ausland, die Abschwächung des Frankenkurses, die mit der guten Binnenkonjunktur verbundene Kreditnachfrage sowie die zielkonform kontrollierte Begrenzung der Notenbankgeldmenge bewirkten, daß sich die inländischen Zinssätze im Berichtsquartal zunächst weiter erhöhten. Die Rendite eidgenössischer Obligationen stieg von 4,48% Mitte Februar auf einen diesjährigen Höchststand von 5,11% in der ersten Aprilhälfte. Damit lag das Zinsniveau im langfristigen Marktbereich um rund 2 Prozentpunkte höher als vor Jahresfrist. Seither ist eine Konsolidierung zu beobachten. Ob es sich bei dieser Entwicklung bereits um den Beginn einer Zinswende handelt, läßt sich im Moment nicht mit Bestimmtheit sagen. Im Februar kam es schon einmal zu einem Zinsrückgang, der dann aber nur von kurzer Dauer war.

Die von der Nationalbank eingeschlagene Geldmengenzpolitik wird zu einem Zinsrückgang führen. Da der Zinsverlauf aber nicht nur von der aktuellen Geldpolitik, sondern auch von den Inflationserwartungen abhängt, läßt sich der genaue Zeitpunkt einer Zinswende nicht zuverlässig prognostizieren.

Die weiteren Zinsbewegungen werden zeigen, ob die Beruhigung auf dem Kapitalmarkt primär die Folge der Wechselkursentwicklung und des Zinsverlaufs im Ausland, vorab in den USA, ist oder ob in der Schweiz die Inflationserwartungen bereits nach unten revidiert werden.

Wird eine Antwort auf die Frage nach der weiteren Zinsentwicklung gesucht, so ist es aufschlußreich, die heutige Periode mit derjenigen von 1973/75 zu vergleichen. Ähnlich sind die wirtschaftliche Ausgangssituation (Konjunkturlage, Erdölpreissteigerungen) sowie der Übergang zu einer restriktiven Geldpolitik in den meisten Industrieländern, einiges tiefer als damals – zumindest in der Schweiz und in Deutschland – ist das Inflationsniveau.

Die Gegenüberstellung zeigt – bei allen Unterschieden im Detail – einen auffallend gleichförmigen Verlauf der Zinssätze in den beiden Vergleichsperioden und

macht deutlich, daß der Übergang zu einer restriktiven Geldpolitik in einer Phase konjunktureller Belebung und zunehmender Teuerung zu einem Anstieg sowohl der kurz- als auch der langfristigen Zinssätze führt, wobei der Anstieg der kurzfristigen Sätze den Erwartungen entsprechend viel ausgeprägter ist. Der Unterschied in den Zinsniveaus der beiden Perioden widerspiegelt die verschiedenen hohen Inflationsraten.

Vom vierten Quartal 1973 bis anfangs 1975, also länger als ein Jahr, lagen die Geldmarktsätze über den mittel- und langfristigen Zinsen. Diese Divergenz war damals mit 3 bis 4 Prozentpunkten ausgeprägter als in der gegenwärtigen Situation (rund 2 Prozentpunkte). Dies hängt damit zusammen, daß in den Jahren 1973 und 1974 auch die Differenz zwischen den lang- und kurzfristigen Inflationserwartungen größer war als heute.

Die Erhöhung des Zinsniveaus und die Umkehr der traditionellen Zinsstruktur erfolgt jedoch, wie die Entwicklung in der Periode 1973/75 sehr deutlich zeigt, nur vorübergehend. Sie sind die ersten, unumgänglichen Wirkungen einer auf die Inflationsbekämpfung ausgerichteten restriktiven Geldpolitik. Sofern der eingeschlagene geldpolitische Kurs nicht verlassen wird, beginnen die Zinssätze früher oder später zu sinken. In der Periode 1973/75 war dies nach rund eineinhalb Jahren der Fall. Nach der Zinswende dauert es wiederum eine gewisse Zeit, bis die Zinsstruktur ihr gewohntes Bild zeigt; 1973/75 geschah dies nach rund zwei Quartalen. Vom Erfolg der Inflationsbekämpfung hängt es ab, ob die Zinssätze wieder auf ihr ursprüngliches Niveau sinken.

Gestützt auf die früheren Erfahrungen erscheint es fraglich, ob bereits in nächster Zukunft mit einem deutlichen Zinsrückgang im längerfristigen Bereich zu rechnen sei. Zum einen zeichnet sich in der Schweiz noch keine Konjunkturabschwächung ab. Der Kreditbedarf ist nach wie vor groß und könnte in der Anfangsphase einer allfälligen Rezession noch größer werden. Zum anderen geht einem deutlichen Rückgang der langfristigen Zinssätze meistens ein Rückgang der kurzfristigen Sätze voraus. Diese haben sich aber in den letzten Wochen um etwa 6% stabilisiert.

Die Lage am Sekundärmarkt und die Vorbörse widerspiegeln die Unsicherheit bezüglich der künftigen Inflations- und Wirtschaftsentwicklung deutlich. Die meisten gehandelten Titel erlitten zu Beginn der Berichtsperiode (Februar–April 1980) Kurseinbußen. Die 4½%ige Tenderanleihe des Bundes notierte Mitte Februar mit einem Kurs von 101,50%, anfangs März und Mitte April jedoch mit 99,50% bzw. 97,60%. Dies entsprach einer Entwicklung der Renditen von 4,34%, 4,55% bzw. 4,77%. Die zehnjährigen Kantonsanleihen mit einem Couponsatz von 4¾% gerieten an der Vorbörse ebenfalls unter Druck, so daß sich deren Renditen Mitte April auf durchschnittlich 5,20% erhöhten. Am ausgeprägtesten war der Kursrückgang im Bereich der Auslandsanleihen. Die zehnjährige Weltbankanleihe mit einem Couponsatz von 5¾% notierte beispielsweise Mitte März zu 92%, was einer Rendite von 6,87% gleichkam.

Gegen Ende der Berichtsperiode stiegen die Obligationenkurse wieder, wobei die Erholung bei Schweizerfrankentiteln ausländischer Schuldner am deutlichsten ausfiel. Die 5½%ige Anleihe der Republik Österreich mit einer Laufzeit von 10 Jahren verzeichnete zum Beispiel Mitte März einen Kurs von 96,75% und stieg bis Ende April auf pari, was einer Reduktion der Rendite von 5,94% auf 5,50% entspricht.

Der Primärmarkt entwickelte sich parallel zum Sekundärmarkt. Als sich die Obligationenkurse im Februar und bis Mitte März abschwächten, kam es zu unbefriedigenden Emissionsergebnissen und teilweise zu Zeichnungsmißerfolgen. Die Couponsätze, die Ausgabepreise und/oder die Laufzeiten mußten angepaßt werden. Die verbesserten Anleihsbedingungen bei Neuemissionen führten zusammen mit der inzwischen eingetretenen Nachfragebelebung am Sekundärmarkt vor allem im April zu guten Emissionsergebnissen. Trotz verschiedentlich vorgenommenen Erhöhungen der Anleihsbeträge auf die von der Emissionskommission bewilligten Limiten konnten die Zuteilungen teilweise nur auf erheblich reduzierter Basis erfolgen. Zwölfjährige, mit einem Couponsatz von 5½% versehene Bankenobligationen notierten an der Vorbörse Ende April deutlich über pari. Im Auslandbereich erreichte die 7%-Anleihe der Inter-amerikanischen Entwicklungsbank einen Kurs von 104,25%.

Mitte April plazierte der Bund zum zweiten Mal eine Anleihe im Auktionsverfahren. Die von Finanzverwaltung und Nationalbank festgesetzten Konditionen, nämlich ein Couponsatz von 5¼% und eine Laufzeit von 10 Jahren, erwiesen sich als marktkonform. Wie schon beim ersten Versuch von Mitte Januar 1980 überstiegen auch diesmal die eingegangenen Offerten den vom Bund gewünschten Betrag von rund 250 Mio Franken beträchtlich. Es wurde ein Anleihsbetrag von 255 Mio Franken bei einem Emissionspreis von 100,30% festgelegt. Für die letzte noch berücksichtigte Preisklasse erfolgte die Zuteilung auf reduzierter Basis. Bei zehnjähriger Laufzeit der Anleihe resultierte somit eine Rendite von 5,21% gegenüber 4,48% bei der zwölfjährigen 4½%igen Bundesanleihe von Mitte Januar. An der Vorbörse notierte die zweite Tenderanleihe Ende April mit Kursen zwischen 101,65% und 102,60%, was einer Rendite von rund 5% entsprach.

Die Nationalbank kaufte zur Kurspflege im ersten Quartal 1980 für etwas mehr als 127 Mio Franken Obligationen, so daß sich per 31. März der Nominalwert des Bestandes eigener Wertschriften auf 1197,8 Mio Franken belief. Die Differenz zu dem in der Bilanz und im Ausweis angegebenen Wert von 1078,0 Mio Franken ist darauf zurückzuführen, daß die eigenen Wertschriften laufend auf 90% des Nominalwertes abgeschrieben werden.

Bei den Diskussionen um die Kassenobligationensätze versuchte die Nationalbank so auf die Banken einzuwirken, daß zinspolitische Erwartungen vermieden wurden, die sich negativ auf den Kapitalmarkt ausgewirkt

hätten. Die mit Wirkung ab 18. März 1980 um  $\frac{3}{4}$  Prozentpunkt erhöhten Kassenobligationensätze von 5% für 3–4 Jahre und  $5\frac{1}{4}\%$  für 5–8 Jahre (Großbanken und Kantonalbanken) hielten bei den sich einstellenden Kapitalmarktbedingungen den seit dem vierten Quartal 1979 feststellbaren Rückgang des Kassenobligationenbestandes auf und führten seit Ende April zu einem beachtlichen Neuzufluß.

Die aufgrund des Nationalbankgesetzes für die Emissionskontrolle eingesetzte Kommission genehmigte an ihrer Sitzung vom 12. März 1980 sämtliche der 37 für das zweite Quartal 1980 angemeldeten Anleihen ohne Kürzungen, nachdem vorgängig das Direktorium der Nationalbank auf die Festlegung eines Plafonds verzichtet hatte. Der bewilligte Gesamtbetrag von 2632 Mio Franken fiel im Vergleich zum Vorjahresquartal um 259 Mio Franken niedriger aus, was im wesentlichen auf die Abnahme der Konversionen um 919 Mio Franken zurückzuführen war. Mit 2156 Mio Franken erhöhte sich der Neugeldbetrag im Vorjahresvergleich um 660 Mio Franken.

Die Kommission vertrat mehrheitlich die Ansicht, daß die Kapitalmarktverfassung es erlaube, die bewilligten Beträge ins Emissionsprogramm aufzunehmen. Diese Beurteilung stellte sich in der Folge als zutreffend heraus. Das starke Gewicht von Bankanleihen im Emissionsprogramm beruhte nicht zuletzt auf dem Rückgang der Kassenobligationenbestände insbesondere bei den Großbanken im vierten Quartal des letzten und im ersten Quartal des laufenden Jahres. Der Neugeldbetrag der Kantone in der Höhe von 185 Mio Franken nimmt sich relativ bescheiden aus. Der Bund beteiligte sich mit zwei Anleihen im Betrag von 500 Mio Franken, wovon 100 Mio Franken auf Konversionen entfielen. Die Elektrizitätswirtschaft figurierte ihrerseits mit vier Anleihen im Gesamtbetrag von 220 Mio Franken im Emissionsprogramm.

Mit der von den Großbanken in Absprache und Übereinstimmung mit dem Direktorium der Nationalbank im März beschlossenen Selbstbeschränkung im Kapitalexportgeschäft wurde ebenfalls versucht, die Zinsentwicklung in geordneten Bahnen zu halten.

### **Bewilligungspflichtiger Kapitalexport**

Die markanten Zinssatzsteigerungen im In- und vor allem im Ausland hatten im Berichtsquartal Rückwirkungen auch auf den bewilligungspflichtigen Kapitalexport. Am deutlichsten sichtbar wurde dies bei den öffentlich aufgelegten Obligationenanleihen, bei denen mehrere Emissionen am ersten Tag des vorbörslichen Handels deutlich unter dem Ausgabepreis notierten – ein Indiz für einen Zeichnungsmißerfolg.

In dieser Phase wurde von den im Emissionssyndikat der Großbanken vertretenen Instituten eine Verlangsamung des Emissionsrhythmus sowie eine Senkung des Maximalbetrages bei der Begebung öffentlicher Anleihen ausländischer Schuldner angeregt. Die Nationalbank begrüßte die Initiative der Banken. Eine Verminderung der Nachfrage nach fremden Währungen als Folge gerin-

gerer Kapitalexporte wirkte auch der Schwäche des Schweizerfrankens entgegen. Für den Monat Mai würden in der Folge keine neuen Emissionen bewilligt. Die ursprünglich für die Periode März/April vorgesehenen Anleihen konnten so über einen längeren Zeitraum verteilt werden, wobei den Banken bei der Neufestlegung der Emissionsfristen weitgehende Freiheit eingeräumt wurde.

Die Banken machten von der größeren Flexibilität regen Gebrauch und verschoben die meisten der für die zweite Hälfte März und erste Hälfte April vorgesehenen Anleihen. Daraus resultierte eine Emissionspause von rund einem Monat. Der Betrag der öffentlich begebenen Anleihen lag dann mit rund 1,1 Mrd Franken in den ersten drei Monaten des Jahres 1980 um fast 40% tiefer als in der entsprechenden Vorjahresperiode. Die nach dem Unterbruch aufgelegten Anleihen wiesen eine um rund einen Prozentpunkt höhere Verzinsung auf. Im Zuge der Kapitalmarktstabilisierung gegen Ende der Berichtsperiode konnten die Auslandsanleihsyndikate ihre Emissionstätigkeit wieder aufnehmen und die Couponsätze auf einem niedrigen Niveau festsetzen.

In den andern Kapitalexportkategorien war ein ähnlicher Rückgang des Volumens zu verzeichnen. Durch die zunächst weiter steigenden Zinssätze und die mit der Schwäche des Frankens einhergehende größere Wahrscheinlichkeit einer zukünftigen Aufwertung verlor der Franken als Verschuldungswährung an Attraktivität. Zudem wurde auch bei den Notes die seit einiger Zeit geltende Bewilligungspraxis weitergeführt, wonach ein einzelnes Geschäft den Betrag von 100 Mio Franken nicht übersteigen sollte. Hinzu kam, daß die Banken ihre Kreditstätigkeit wegen der verschlechterten Liquiditätslage etwas einschränken mußten. Als Folge dieser Faktoren gingen die Notesemissionen im ersten Quartal des laufenden Jahres um ebenfalls fast 40% und die Kreditgewährung sogar um fast die Hälfte zurück.

Ein Vergleich der Entwicklung des bewilligungspflichtigen Kapitalexports in den letzten Monaten mit derjenigen vor der Rezession von 1974/75 zeigt sowohl bemerkenswerte Parallelen als auch deutliche Unterschiede auf.

Der ähnlichen Entwicklung der Zinssätze steht eine andere Reaktion der Nationalbank gegenüber. Im Jahre 1974 hatte man auf die im Markt allgemein als «Unsicherheitsphase» bezeichnete Veränderung der Zinsen mit mengenmäßigen Restriktionen reagiert. Für alle drei Kapitalexportkategorien wurden betragsmäßige Limiten festgelegt, die periodisch überprüft wurden. In der jüngsten Vergangenheit dagegen versuchte man, den Marktkräften soweit als möglich freien Lauf zu lassen, wobei selbstverständlich die Emissionssyndikate von der Nationalbank unterstützt wurden, wenn es um die Durchsetzung einer auch geld- und währungspolitisch erwünschten Lösung ging.

Aufgrund der unterschiedlichen Voraussetzungen, die beim bewilligungspflichtigen Kapitalexport in den beiden

zur Diskussion stehenden Phasen bestanden, ist eine Gegenüberstellung der betragsmäßigen Entwicklung nicht sehr sinnvoll. Als Zwischenbilanz kann allenfalls festgestellt werden, daß die im ersten Quartal 1980 verzeichnete prozentuale Abnahme der bewilligten Kapitalexporte ungefähr derjenigen von 1973 auf 1974 entspricht. Während vor sechs Jahren diese Abnahme administriert wurde, kann die jüngste Entwicklung als im wesentlichen marktbestimmt bezeichnet werden.

## Devisen- und Geldmarkt

Die restriktive Geldpolitik in den größeren Industriestaaten hatte im Vorquartal dazu beigetragen, daß die Kursentwicklung auf den Devisenmärkten trotz Goldpreishausse und ungünstiger politischer Rahmenbedingungen relativ ruhig verlief. Nach Mitte Februar verschob sich international die Zinsstruktur beträchtlich, und es werteten sich die Währungen von Ländern mit relativ hohen Zinssätzen auf, jene mit relativ niedrigeren Zinssätzen ab. Vor allem in den USA führten neue, restriktive Maßnahmen zu sehr hohen Zinsen. Trotz der weiterhin restriktiven Geldpolitik der Nationalbank stiegen die schweizerischen Zinssätze weniger an, so daß sich der Franken bis Anfang April deutlich abschwächte.

Anfangs Februar lag der Wechselkurs des Dollars bei rund Fr. 1.63 und jener der D-Mark bei Fr. 93.75. Bis Mitte Monat notierte der Franken leicht stärker. Gegen Ende Februar schwächte sich der Außenwert des Frankens dann aber gegenüber allen Währungen ab. Die Lockerung der Abwehrmaßnahmen und Dollarverkäufe durch die Nationalbank vermochten die Abschwächung des Frankens nicht aufzuhalten. Anfangs März lag der Dollar bei Fr. 1.71 und die D-Mark bei Fr. 96.–.

In der Folge wertete sich der Dollar weiter auf. Ende des ersten Quartals betrug sein Kurs Fr. 1.83. Der Franken blieb in dieser Phase gegenüber den meisten übrigen Währungen ziemlich stabil. Die D-Mark notierte zwischen Fr. 94.– und Fr. 96.–.

Anfangs April wurde für einen Dollar teilweise mehr als Fr. 1.87 bezahlt. Die Nationalbank trat zusammen mit anderen Zentralbanken vor allem Ende März und Anfang April der Dollaraufwertung mittels massiver Dollarverkäufe, namentlich auf Termin, entgegen. Ihre Besorgnis galt jedoch weniger dem Dollar- als dem D-Markkurs. Die Nationalbank betrachtete eine D-Mark/Franken-Relation von 95 als übertrieben hoch. Da sich die Marktverhältnisse änderten, konnte der Kurs der deutschen Währung ohne große Schwierigkeiten unter der Schwelle von 95 Franken je 100 D-Mark gehalten werden. Nach Ostern verlor der Dollar rasch an Wert. Ende April lag er mit Fr. 1.66 wieder auf dem Niveau von Mitte Februar bzw. entsprach dem Durchschnittskurs des Jahres 1979. Die D-Mark schwächte sich bis Ende April auf Fr. 93.– ab. Die Aufwertung des Frankens verlief in geordneten Bahnen. Es waren keine größeren Interventionen am Devisenmarkt notwendig.

Von Jahresbeginn 1980 bis anfangs April hatte sich der Franken gegenüber dem Dollar um 16,3% und der D-Mark um 2,8% abgewertet. In der kürzeren Frist von Anfang bis Ende April konnte sich der Franken gegenüber dem Dollar um 12,1% und gegenüber der D-Mark um 1,9% wieder befestigen. Ein Vergleich mit dem gewichteten, durchschnittlichen Aufwertungssatz zeigt, daß die Wechselkursänderung des Frankens, wie schon in der Vergangenheit, gegenüber dem Dollar überdurchschnittlich und gegenüber der D-Mark unterdurchschnittlich ausfiel. Gewichtet mit den Währungen von 15 wichtigen Handelspartnern der Schweiz hatte sich der Franken im ersten Quartal 1980 um 6,9% ab- und im April um 3,3% aufgewertet. Ende April lag der gewichtete, nominelle Außenwert des Frankens 1,2% unter dem Vorjahresniveau. Angesichts der Schwäche des Schweizerfrankens beschlossen Bundesrat und Nationalbank, die Maßnahmen gegen den Zufluß ausländischer Gelder weiter zu lockern. Dem Verzinsungsverbot unterliegen nunmehr nur noch ausländische Sichtguthaben und Festgeldanlagen von weniger als drei Monaten. Diese sollen weiterhin unverzinslich bleiben, um erratische Bewegungen kurzfristiger Gelder wenn nicht zu vermeiden, so doch wenigstens nicht durch Verzinsung zu begünstigen.

Am 1. April vereinbarten die Bank von Japan und die Schweizerische Nationalbank, sich gegenseitig Kreditlimiten in Form von Yen/Franken-Swaps im Umfang von maximal 200 Mrd Yen (ca. 1,5 Mrd Franken) einzuräumen. Damit kann sich jede der beiden Zentralbanken bei der anderen Mittel zur Stützung ihrer Währung beschaffen.

Trotz der Schwäche des Frankens auf dem Devisenmarkt sah die Nationalbank keinen Anlaß, die für 1980 festgelegte Geldpolitik zu ändern. Soweit als möglich wurde die Geldmarktliquidität zielkonform gesteuert. Der jeweils mit Dollarverkäufen verbundene Liquiditätsentzug wurde durch längerfristige Swapkredite kompensiert.

Am 28. Februar machte die Nationalbank erstmals von ihrer Kompetenz Gebrauch, eigene verzinsliche Schuldverschreibungen auszugeben. Insbesondere wurden die Notenbankpapiere den Banken, die in der Vergangenheit Sterilisierungsreskriptionen des Bundes gezeichnet hatten, angeboten. Mit den SNB-Schuldverschreibungen im Umfang von Fr. 1054,5 Mio wurde ein Großteil der auslaufenden Bundesreskriptionen abgelöst. Die Nationalbank war zur Abgabe der eigenen Schuldverschreibungen deshalb bereit, weil sie eine mit dem Auslaufen der S-Reskriptionen verbundene abrupte Verknappung der zweiten Liquidität verhindern wollte.

In der Berichtsperiode erfolgten drei weitere Emissionen von dreimonatigen Geldmarkt-Buchforderungen des Bundes im Betrag von je rund 200 Mio Franken. Die Angebote überstiegen den gewünschten Emissionsbetrag jeweils beträchtlich. Da die Ausgabe im Auktionsverfahren erfolgte, widerspiegelt die Rendite der Buchforderungen die Geldmarktverfassung recht gut. Die Jahresverzinsung der Februaremission war mit 4,299% einen

Prozentpunkt tiefer als jene vom Januar mit 5,227%. Mitte Februar reduzierten auch die Großbanken die Festgeldsätze in zwei Schritten. Der Zinssatz für Gelder auf 3 bis 5 Monate fiel von 5% auf 4¼%. Diese Zinssenkung war auf die Zusage der Nationalbank zurückzuführen, für einen reibungslosen Februarultimo besorgt zu sein. Dieser stellte dann auch keine besonderen Probleme. Die Banken erkannten jedoch sehr bald, daß die Liquiditätszusage für das Monatsende keine grundsätzliche Änderung des geldpolitischen Kurses bedeutete. Daher erhöhten sich noch vor dem Monatsende die Festgeldsätze. Der Satz für 3- bis 5-Monats-Festgeld stieg in der zweiten Februarhälfte von 4¼% auf 5¾%.

Die Geldmarktliquidität bildete sich anfangs März zurück, hauptsächlich wegen der Rückzahlung der Ultimokredite durch die Banken, aber auch wegen Dollarverkäufen der Nationalbank. Unter dem Einfluß des kräftigen Anstiegs der kurzfristigen Zinssätze auf den internationalen Finanzmärkten stieg auch das Zinsniveau am Eurofrankenmarkt. Wurden Mitte Februar für Dreimonatsdepots in Schweizerfranken noch 3¾% bezahlt, so stieg die Vergütung bis Mitte März auf 6¾%. Daher überrascht es nicht, daß die bei der März-Emission der dreimonatigen Geldmarkt-Buchforderungen des Bundes resultierende Jahresverzinsung mit 6,627% die bis heute höchste Rendite erreichte.

Am 28. Februar erhöhte die Nationalbank in teilweiser Anpassung an die Geldmarktlage den Diskontsatz von 2 auf 3% und den Lombardsatz von 3 auf 4%. Damit wurde das Marktzinsniveau nicht erreicht. Auf eine noch stärkere Erhöhung verzichtete man bewußt, denn eine solche hätte leicht falsch verstanden werden und Unruhe auf den Geld-, Kapital- und Devisenmärkten auslösen können.

Die Abwicklung des Quartalsultimos gestaltete sich im März etwas schwierig. Der Zinssatz für Tagesgeld erhöhte sich kurzfristig bis gegen 50%. Dieses Niveau stellt in einer Phase restriktiver Geldpolitik nichts Außergewöhnliches dar. Die SNB bot den Banken im Ausmaß ihrer längerfristigen Bedürfnisse Swaps auf einen Monat sowie 7-Tage-Swaps zu Marktkonditionen an. Zusätzlich standen auch Swaps im Zusammenhang mit Carterbonds zur Verfügung. Die Banken waren teilweise nur bereit, Swaps abzuschließen, wenn die Konditionen unter jenen des Marktes festgesetzt worden wären. Dazu war die Nationalbank nicht bereit, weil sie bei der anhaltenden Schwächeneigung des Frankens nicht auf eine Zinssenkung hinwirken wollte. Die Rückzahlung der Ultimokredite führte anfangs April vorübergehend zu Liquiditätsverknappungen. Die Banken machten weiterhin nur zögernd von den Swap-Offerten zu Marktbedingungen Gebrauch, dafür beanspruchten sie vermehrt den Lombardkredit. Dieser war zehn Tage nach dem Ultimo mit rund 600 Mio Franken ungewöhnlich hoch.

In der zweiten Hälfte April entspannte sich die Lage auf dem Geldmarkt. Als die kurzfristigen Dollar- und D-Mark-Zinsen zurückgingen und der Franken sich aufwertete, begannen auch die Frankenzinssätze zu fallen. Bei

der April-Emission war die Jahresverzinsung der Geldmarkt-Buchforderungen mit 6,227% immer noch hoch, doch um 0,4 Prozentpunkt geringer als im März. Erstmals waren im April auch ausländische Zentralbanken zur Zeichnung von Geldmarkt-Buchforderungen berechtigt.

Der Eurosatz für Dreimonatsfranken ging von über 7% anfangs April auf 6½% am Monatsende zurück. Die Festgeldsätze wurden von den Großbanken ebenfalls reduziert. Dabei trat eine Verschiebung in der Zinsstruktur ein. In zwei Schritten wurden die Sätze für 3- bis 5- und 6- bis 11-Monatsgelder um je ¼ Prozentpunkt gesenkt. Seit dem 29. April zahlen die Banken auf Einlagen für 3 bis 5 Monate fest 5½%, auf 6- bis 11monatigen Depots 5¾% und auf Jahresgeldern 5¼%. In dieser Zinsstruktur spiegelt sich eine relativ höhere Nachfrage nach ganz kurzfristigen Geldern sowie die Erwartung der Marktteilnehmer auf zukünftige tiefere Zinssätze. Da die Frankengeldmarktsätze relativ zu den übrigen Sätzen weniger stark zurückgingen, verringerte sich die Zinsmarge von Eurofrankenanlagen zu D-Mark- und Dollaranlagen deutlich.

### **Geldaggregate**

Die von der Nationalbank in ihrem geldpolitischen Konzept als Zielgröße formulierte Notenbankgeldmenge fiel von durchschnittlich 34,8 Mrd Franken im März 1979 auf 29,5 Mrd Franken im März 1980 und lag damit im Zielbereich. Aus Wechselkursgründen wurde die Notenbankgeldmenge entlang der untern Limite des angestrebten Wachstums ausgeweitet. Die bereits eingetretene und noch zu erwartende Stärkung des Frankens an den Devisenmärkten wird in den kommenden Monaten ein Einschwenken auf den mittleren Zielbereich erlauben.

Die aus Zinsgründen rückläufige Entwicklung der Geldmenge  $M_1$  (Bargeldumlauf plus inländische Sichteinlagen) und der Anstieg von  $M_2$  ( $M_1$  plus Termineinlagen) setzte sich im Berichtsquartal fort. Ende März 1980 lag  $M_1$  um 14,8% unter dem entsprechenden Vorjahreswert, wogegen sich  $M_2$  und  $M_3$  ( $M_2$  plus Spareinlagen) innert Jahresfrist um 23,1% bzw. um 9,8% erhöhten.

Der unterschiedliche Verlauf der monetären Aggregate ist, wie im Vorquartal, zur Hauptsache auf die Scheinbewegung von Sicht- und Termineinlagen zurückzuführen. Letztere stiegen um mehr als 150% pro Jahr und erreichten Ende März 1980 einen Stand von 48,6 Mrd Franken; die Sichtdepositen erfuhren dagegen in der gleichen Zeitspanne einen Rückgang um 23% auf 36,1 Mrd Franken. Ende 1979 beliefen sich die entsprechenden Raten vergleichsweise noch auf +73% bzw. -13%. Somit hat sich die seit dem letzten Herbst zu beobachtende Gegenläufigkeit von Sicht- und Termineinlagen im ersten Quartal 1980 verstärkt. Das im Vergleich zu  $M_2$  schwächere Wachstum von  $M_3$  hängt mit der Abnahme der Spareinlagen um 0,8% auf einen Stand von 106 Mrd Franken Ende März 1980 zusammen.

Der weitere Anstieg der Geldmarktsätze in der Berichtsperiode hatte diese massive Umlagerung von Sicht- auf Termineinlagen ausgelöst. Sie betrug im ersten Quartal 1980 monatlich mehr als eine Milliarde Franken. Hinzu kam, daß Gelder, die normalerweise auf den Kapitalmarkt fließen oder in Kassenobligationen und Spardepots angelegt werden, aus Renditeüberlegungen ebenfalls kurzfristig investiert wurden. Dieser Umstand erklärt, weshalb die jährliche Zunahme der Zeiteinlagen von 24,7 Mrd Franken die Abnahme der Sichtdepositen im Betrag von 9,3 Mrd Franken weit überstieg.

Das Verhalten der einzelnen Geldaggregate im Laufe der vergangenen zwölf Monate bildet eine neue Erscheinung. Seit der Abkehr von den fixen Wechselkursen haben sich die Zeiteinlagen noch nie so stark ausgedehnt wie in der gegenwärtigen Situation. Die Hauptursachen sind einerseits in der beschriebenen Zinssteigerungstendenz und andererseits in der verzerrten Zinsstruktur zu suchen. Während im ersten Quartal 1979 beispielsweise die Kassenobligationensätze noch um rund 2 Prozentpunkte über dem Satz für Dreimonatsdepots am Eurofrankenmarkt gelegen hatten, drehte sich gegen Ende 1979 und in den ersten Monaten des laufenden Jahres dieses Zinsverhältnis in sein Gegenteil, indem die Geldmarktsätze die mittel- und langfristigen Vergütungen um 1 bis 2 Prozentpunkte übertrafen. Die zu Beginn des Berichtsquartals anhaltende Unsicherheit an den Finanzmärkten im allgemeinen und die Erwartung auf weiter steigende Renditen im besonderen hatten zur Folge, daß allgemein Gelder, die eine mittel- und längerfristige Anlage suchten, zunächst in Wartepositionen gebracht wurden; die spezielle Zinsstruktur beeinflusste dann den kurzfristigen Anlageentscheid.

Die ähnliche Zinsentwicklung in der Periode 1973/74 läßt einen ähnlichen Verlauf der monetären Aggregate vermuten. Dies trifft jedoch nur bedingt zu. Als der Satz für Dreimonatseurofranken anfangs Oktober 1973 über die langfristigen Renditen zu liegen kam und Mitte 1974 mit mehr als 11,5% sein Maximum erreichte, erfuhr das Anlageverhalten keine vergleichbare radikale Änderung, was unter anderem darin zum Ausdruck kommt, daß sich die Zeitdepositen von Juni 1973 bis Juni 1974 nur um etwas mehr als 30% erhöhten, während die Sichteinlagen um bloß 6% abnahmen.

Die abweichende Entwicklung in den Komponenten der Geldaggregate dürfte auf die unterschiedliche Liquiditätsverfassung der Wirtschaft sowie auf das verschiedenen hohe Zinsniveau in den beiden Perioden zurückzuführen sein. Im Gegensatz zu 1979 standen 1973 im Gefolge der enormen Erdölpreissteigerungen und bei bereits relativ hohen Zinssätzen nur wenig Mittel zu Anlagezwecken zur Verfügung. Die Umkehr in der Zinsstruktur vermochte deshalb keine mit 1979/80 vergleichbaren Umlagerungen von Sicht- zu Termineinlagen herbeizuführen.

Die außerordentlichen Bewegungen der monetären Aggregate während den letzten zwölf Monaten beruhen größtenteils auf dem Bestreben der Nationalbank, den

wechselkursbedingten Liquiditätsüberhang aus dem Jahre 1978 abzubauen. Unter Berücksichtigung der stabilitätspolitisch notwendigen Korrektur erscheint der gegenwärtige geldpolitische Kurs weniger restriktiv, als allein aufgrund der Entwicklung von  $M_1$  zu vermuten ist; die Verlangsamung des Trends des Geldmengenwachstums erfolgte zudem weniger abrupt als 1973.

Die sich gegen Ende des Berichtsquartals anbahnende Normalisierung der Zinsstruktur dürfte in den nächsten Monaten einen Rückgang der Wachstumsraten der Zeiteinlagen und damit wieder eine gleichförmigere Entwicklung der Geldaggregate zur Folge haben.

## 2. Die Entwicklung im realen Bereich

### *Privater Konsum*

Die wichtigsten Bestimmungsfaktoren des privaten Konsums (verfügbares Einkommen, Einkommenserwartungen) blieben im ersten Quartal 1980 gegenüber dem Vorquartal im wesentlichen unverändert. Verschiebungen in der Wachstumsrate dieser Nachfragekomponente werden in der Regel von der Entwicklung bei den dauerhaften Konsumgütern dominiert. Hier wiederum bestimmt der Absatz von Automobilen und Wohnungseinrichtungen den Trend. Während die steigende Wohnbauproduktion die Nachfrage nach Wohnungseinrichtungen nach wie vor stimuliert, war bei den Zuwachsraten der Personenwagenimporte eine sinkende Tendenz festzustellen. Die letztgenannte Beobachtung sowie die verstärkte Tendenz zum Kauf von kleineren Wagen läßt sich mit den letzten Preiserhöhungen beim Erdöl erklären.

Die Kleinhandelsumsätze erhöhten sich im ersten Quartal 1980 gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode nominell um 7,1% und real um 1,7%. Daraus ist zu schließen, daß die Ausgaben für nicht-dauerhafte Konsumgüter unvermindert wachsen. Der erzielte Umsatz übertraf – nach Meldungen aus dem Detailhandel – die Erwartungen. Die Lager lagen deutlich über dem Vorjahresniveau, wurden jedoch kaum noch als zu hoch eingeschätzt.

### *Investitionstätigkeit*

Im ersten Quartal des laufenden Jahres hat sich das Wachstum in der Bauwirtschaft erneut beschleunigt. Gemessen am parallel zur Bautätigkeit laufenden Indikator neubeanspruchter Baukredite erfuhren die großgewerblichen und industriellen Bauten den stärksten Zuwachs (+ 68,6%). Die Produktionssteigerungen im allgemeinen Wohnungs- und Einfamilienhausbau beliefen sich auf 48% bzw. 21%. Damit hat sich die Situation im Hochbau insofern verändert, als heute die Produktion nicht mehr hauptsächlich aus Einfamilienhäusern besteht. Der wertmäßige Anteil des Einfamilienhaus- am gesamten Wohnungsbau betrug im ersten Quartal 1980 rund 50% gegenüber rund 55% in der entsprechenden Vorjahresperiode.

Die Bautätigkeit im Wohnbaubereich konzentrierte sich immer noch grundsätzlich auf die Großstadtagglomerationen und innerhalb dieser auf Gemeinden mit 1000–5000 Einwohnern. Ihr Anteil an den insgesamt neu erstellten Wohnungen stieg von 32% im Jahre 1976 auf 38% im Jahre 1979, während in den 92 Städten ein Rückgang von 40% auf rund 32% zu verzeichnen war. Diese geographische Verlagerung war vor allem die Folge günstigerer Bodenpreise in den kleineren Gemeinden.

Die vorlaufenden Indikatoren weisen auf einen weiteren Produktionsanstieg in den nächsten Monaten hin. So war bei den Neubewilligten Baukrediten mit 38% Zuwachs gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal die stärkste wertmäßige Zunahme seit der Rezession zu verzeichnen; die Entwicklung der Baubewilligungen sowie der Planvorlagen für industrielle Bauten weist in die gleiche Richtung.

Immerhin verschlechterten sich die Finanzierungsmöglichkeiten für den Wohnungsbau. Die Hypothekensätze wurden auf den 1. April bzw. den 1. Mai heraufgesetzt. Der vor allem bei den traditionellen Hypothekbanken verminderte Zufluß von Publikumsgeldern sowie die stärkere Kreditbeanspruchung durch die Industrie lassen zudem erwarten, daß von der Finanzierungsseite her eine Wachstumsverlangsamung im privaten Wohnungsbau eintreten wird. Neben den zunehmenden Schwierigkeiten bei der Finanzierung wird die starke Bauteuerung, die in den kommenden Monaten noch zunehmen dürfte, ebenfalls zur Dämpfung der Nachfrage beitragen. Überdies sind die Baukapazitäten in den auf den Hochbau spezialisierten Bauunternehmungen – abgesehen von den auf Großüberbauungen spezialisierten größten Unternehmen – vollständig ausgelastet.

Bezüglich der Ausrüstungsinvestitionen hat sich gegenüber dem letzten Quartalsbericht die Beurteilung nicht geändert. Aus dem spärlichen Datenmaterial kann immerhin auf eine gewisse Verstärkung des Wachstums dieser Nachfragekomponente geschlossen werden, so daß ihre Entwicklung nach wie vor als befriedigend bezeichnet werden kann.

#### *Außenhandel*

Die unverändert günstigen Rahmenbedingungen für den schweizerischen Außenhandel führten zu einem weiteren Anstieg der Ein- und Ausfuhren. Die volumenmäßigen Importe erhöhten sich im ersten Quartal 1980, verglichen mit dem Vorjahr, um 10,7%, während die Exporte eine Steigerung von 10,9% erfuhren.

Deutlich zugenommen haben die Lieferungen von Produkten der schweizerischen Metall- und Maschinenindustrie. Insbesondere bei der Ausfuhr von Maschinen (+16,4% real) sowie von feinmechanischen Geräten (+33,0% real) beschleunigte sich das Wachstum im ersten Quartal 1980.

Vor dem Hintergrund einer erfreulichen inländischen Konjunkturentwicklung war es vor allem das starke reale

Wachstum der Rohstoff- und Halbfabrikateimporte sowie der Investitionsgütereinfuhren, das, bei spürbar steigenden Preisen, zu einem namhaften Wachstum der gesamten Einfuhren beitrug.

Die schweizerische Handelsbilanz wies mit 3256 Mio Franken im ersten Vierteljahr 1980 das höchste je verzeichnete Quartalsdefizit auf. Dieser große Passivsaldo war, verglichen mit dem Vorjahresergebnis von knapp 900 Mio Franken, hauptsächlich durch folgende Tendenzen bedingt: Die weitere Konjunkturbelebung sowie die erneut ausgeprägte, nicht erdölbedingte Verschlechterung der Terms of Trade ließen den Außenhandel gegenüber dem Vorjahr um 900 Mio Franken stärker passiv werden. Ohne Korrektur der Sonderbewegungen bei den Edel- und Schmucksteinen betrug das Handelsbilanzdefizit in den ersten drei Monaten des laufenden Jahres rund 2,7 Mrd Franken. Der Rest des Saldos von rund 600 Mio Franken wurde durch die Erdölverteuerung verursacht. Ein Konjunkturaufschwung ist normalerweise von einer Verschlechterung der Handelsbilanz begleitet. Das bereinigte Quartalsdefizit von 1,8 Mrd Franken liegt jedoch über dem Wert, der aufgrund bisheriger Erfahrungen zu erwarten war. Dies könnte darauf zurückzuführen sein, daß gegenüber früheren Aufschwungsphasen vermehrt Vorleistungen importiert und nicht mehr im eigenen Land gefertigt wurden.

#### *Fremdenverkehr*

Provisorische Ergebnisse für die Wintersaison 1979/80 zeigen im Vorjahresvergleich eine markante Zunahme (rund 10%) der von Dezember 1979 bis März 1980 verzeichneten Logiernächtezahle in Schweizer Hotels und Kurbetrieben; gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode nahmen die von Inländern gebuchten Übernachtungen um 2% und diejenigen ausländischer Gäste um 18% zu. Die bis zu Ostern guten Schneeverhältnisse lassen für den Winter 1979/1980 ein neues Rekordergebnis vermuten. Für die kommende Sommersaison erwartet man in praktisch allen schweizerischen Fremdenverkehrsarten mehr, mindestens aber gleich viele Feriengäste wie im Vorjahr.

#### *Arbeitsmarkt*

Die Arbeitslosigkeit ist vor allem aus saisonalen Gründen seit Januar (11 371 Ganzarbeitslose) deutlich zurückgegangen. Ende April wurden noch 6443 Ganzarbeitslose registriert. Im Vergleich zum Vorjahr kommt aber auch die gestiegene Arbeitskräftenachfrage deutlich zum Ausdruck, lag doch in den ersten vier Monaten des laufenden Jahres die Zahl der Arbeitslosen um durchschnittlich rund 5000 unter dem Vorjahresniveau.

Die regionale Struktur der Arbeitslosigkeit veränderte sich innert Jahresfrist nicht wesentlich. Am meisten Arbeitslose wiesen immer noch die Kantone Genf, Tessin, Basel-Stadt und Jura auf. Im gesamtschweizerischen Durchschnitt liegt die Arbeitslosenquote gegenwärtig bei 0,2% (1. Quartal 1979: 0,4%).

Die deutliche Abnahme der Teuerungsrate bei den Konsumentenpreisen von 5,1% im Januar auf 4,1% im Februar war dadurch bedingt, daß im Vorjahr der Konsumentenpreisindex als Folge der Erdölpreiserhöhungen von Januar auf Februar stark zugenommen hatte. Aus dem gleichen Grund wird auch für Juni 1980 eine vergleichsweise geringe Jahreststeuerung erwartet. Der Teuerungstrend wird durch die Märzahlen von 3,9% vermutlich zutreffend wiedergegeben. In den nächsten Monaten ist aber eher mit einem beschleunigten Anstieg des Konsumentenpreisindex zu rechnen. Neben weiteren Preisanpassungen als Folge der Erdölpreisteigerungen werden sich die Mieterhöhungen auswirken. Auch bei den administrierten Preisen (SBB-Tarife, Energiepreise einzelner Elektrizitätswerke) sind für das laufende Jahr Erhöhungen angekündigt worden. Die Wechselkursentwicklung der nächsten Monate könnte die Teuerungsprognose allerdings erheblich modifizieren, da einzelne Preise (z. B. für Erdölprodukte) relativ rasch auf Kursveränderungen reagieren.

Bei den Großhandelspreisen hat sich in den letzten Monaten ein ähnliches Bild ergeben wie beim Konsumentenpreisindex. Statistisch bedingt hat sich auch hier die Jahreststeuerungsrate von Januar (7,0%) auf Februar (5,9%) vermindert. Im März und April hat sie 6,5% bzw. 6,3% betragen, wobei wegen der anhaltenden Schwäche des Frankens die hohen Inflationsraten des Auslands auf die Preise der Importwaren durchschlugen (Teuerungsrate 11,4% bzw. 10,7%). Die Preise für Inlandwaren – ihr Gewicht beträgt im Index rund 70% – haben sich innert Jahresfrist um 4,5% erhöht.

### 3. Vergleich der gegenwärtigen Situation mit derjenigen von 1973/74

Die gegenwärtige Wirtschaftslage weist einige bemerkenswerte Gemeinsamkeiten mit derjenigen der Jahre 1973 und 1974 auf. Damals wie heute hatte sich die Wirtschaft an eine markante Erdölpreiserhöhung anzupassen. Ähnlich verlief auch die Geldmengenentwicklung; auf eine inflationäre Ausweitung der Geldmenge folgte eine restriktive Phase. Zudem mehren sich die Anzeichen, daß sich die für die Exportwirtschaft bedeutsame Auslandkonjunktur in den nächsten Monaten abschwächen wird.

Diese Gemeinsamkeiten führen zur Frage, ob in nächster Zeit mit ähnlichen Erscheinungen wie in der Rezession Mitte der siebziger Jahre gerechnet werden muß. Um diese Frage zu beantworten, wird vorerst versucht, einige Vorstellungen über das vergleichsweise Ausmaß von für eine Rezession verantwortlichen Faktoren zu gewinnen. Anschließend wird abzuschätzen versucht, welche Auswirkungen auf die Wirtschaft von den rezessiven Impulsen zu erwarten sind.

### 3.1. Bestimmungsgründe einer Rezession

Ein Vergleich der Erdölshocks der Jahre 1973/74 und 1979/80 läßt sowohl Parallelen als auch deutliche Unterschiede erkennen. Für die Schweiz ist nach wie vor die Erdölpreisentwicklung am Rotterdamer Spotmarkt maßgebend. Das Auftreten zusätzlicher Nachfrager im Laufe der jüngsten Erdölkrise hat sich nachteilig für die Schweiz ausgewirkt. Die Preise liegen auf dem Spotmarkt – im Gegensatz zu den Jahren vor und nach dem ersten Erdölshock – über den Vertragspreisen. Da die Rotterdamer Spotpreise in Dollars notiert werden, spielt für den Erdölpreis in der Schweiz auch der Kurs des Dollars eine wichtige Rolle. Nach der ersten Erdölkrise hat denn auch die Aufwertung des Schweizerfrankens gegenüber dem Dollar dazu geführt, daß die Preissteigerungen in unserem Land weniger ausgeprägt waren als im Ausland. Dies hat sich nun insofern geändert, als der letzte Preisschub für Erdölprodukte in eine Phase gefallen ist, in der sich der Schweizerfranken gegenüber dem Dollar zeitweise sogar abgeschwächt hat.

Die letzte Erdölpreiserhöhung ist, in Prozenten ausgedrückt, für die Gesamtheit der Erdölbezüger geringer ausgefallen als diejenige der Jahre 1973/74. Für Länder, die ihre Währung nicht an den US-Dollar gekoppelt haben, führte allerdings diesmal die ausgeprägte Stärke der amerikanischen Währung zu einer weiteren Erhöhung der Erdölpreise in Landeswährung. Für unser Land verschlechterte sich die Situation noch zusätzlich durch die erwähnte Entwicklung des Rotterdamer Spotpreises. Trotz dieser ungünstigen Faktoren sind auch für unser Land die letzten Ölpreiserhöhungen relativ unter denjenigen von 1973/74 geblieben.

Die Überlegungen zur Geldpolitik (vgl. Abschnitt B.1.) zeigen auf, daß in der gegenwärtigen Phase einer restriktiven Geldpolitik die Ausgangsinflation und die Inflationserwartungen tiefer, die Liquidität der Banken höher sowie die vorhergehende monetäre Expansionsphase von kürzerer Dauer waren als vor der Rezession von 1975. Diese Faktoren lassen darauf schließen, daß auch die von der Geldpolitik auf die Realwirtschaft ausgehenden Veränderungen diesmal geringer zu veranschlagen sind.

Bezüglich der internationalen Konjunkturlage läßt sich feststellen, daß die Abschwächung in zeitlicher Hinsicht nicht derart synchron verlaufen dürfte wie in der letzten Rezession. Während in den USA der Konjunkturerbruch begonnen hat, sind in den großen europäischen Ländern noch keine solchen Tendenzen sichtbar. Da vermutet werden kann, daß in den Ländern, in denen noch keine Abschwächung absehbar ist, die gute Konjunkturlage noch einige Zeit anhält, wird der Rückgang der Auslandsnachfrage insgesamt weniger abrupt, vermutlich aber auch weniger heftig erfolgen als Mitte der siebziger Jahre.

Insgesamt lassen die hauptsächlichsten Bestimmungsgründe einer Rezession erhoffen, die bevorstehende Wirtschaftsabschwächung werde nicht das Ausmaß der Jahre 1973/1974 erreichen.

### 3.2 Wirtschaftslage im Vergleich

#### Privater Konsum

Die Stagnation des privaten Konsums von Gütern und Diensten im Jahre 1974 war die Folge gegenläufiger Bewegungen. Während die Nahrungsmittelausgaben ungefähr stabil blieben, gingen die Mehrausgaben im Gefolge der Erdölpreiserhöhungen sowie die überdurchschnittliche Steigerung der Ausgaben für Wohnungsmieten zu Lasten des Konsums von Bekleidungswaren und Autos.

Zur Beurteilung der gegenwärtigen Konsumententwicklung müssen Hilfsindikatoren beigezogen werden, da die Angaben aus der Nationalen Buchhaltung erst mit großer zeitlicher Verzögerung publiziert werden. Die Konsumgüterimporte haben im ersten Quartal mit einer Jahreswachstumsrate von real 7,0% gleich stark zugenommen wie in den beiden vorangegangenen Jahren. Während bei den nicht-dauerhaften Waren keine Tendenzwende ersichtlich war, zeichnete sich bei den dauerhaften Konsumgütern eine Wachstumsverlangsamung ab. Diese ist hauptsächlich auf den Rückgang der Fahrzeugeinfuhren (real -7,1%) zurückzuführen. Auch in den Jahren 1972 und 1973 zeigte sich als erstes ein Rückgang der Fahrzeugimporte, bevor es mit den Preisveränderungen beim Erdöl im Herbst 1974 zu einem allgemeinen Einbruch in der konjunkturellen Entwicklung kam.

#### Investitionen

Die Anlageinvestitionen werden sich nach der Schätzung der Arbeitsgruppe für Wirtschaftsprognosen in diesem Jahr auf 26,6 Mrd Franken (zu Preisen von 1970) belaufen. Damit würde das Investitionsvolumen dieses Jahr noch rund 10% unter dem Höchststand von 1973 liegen (1973: 29,6 Mrd Franken). 1974 setzte der Rückgang in der Bauwirtschaft, zunächst im Wohnungsbau ein, was aber nur zu einer geringen Abnahme (-4,2%) der Anlageinvestitionen führte, da die Ausrüstungsinvestitionen (-0,3%) ungefähr auf dem Vorjahresniveau verharrten. Erst 1975 war bei allen Komponenten der Investitionen (Bauten, Ausrüstungsinvestitionen, Lager) ein Rückgang eingetreten.

Für das laufende Jahr erwartet die Arbeitsgruppe für Wirtschaftsprognosen gegenüber dem Vorjahr zudem ein abgeschwächtes Wachstum der Investitionstätigkeit (+ 6,7% statt 7,3% 1979). Sowohl bei den Bauten als auch bei den Ausrüstungsinvestitionen ist mit einem verminderten Zuwachs zu rechnen.

#### Bauinvestitionen

Die gegenwärtige Wohnbauproduktion unterscheidet sich von der in den Jahren 1973/74 deutlich. Damals wurden rund 82 000 bzw. 74 000 Wohnungen in Einfamilien- und Mehrfamilienhäusern pro Jahr neu erstellt. 1979 betrug diese Zahl rund 38 000, wobei heute der wertmäßige Anteil des Einfamilienhausbaus höher sein dürfte. Damit liegt die Zahl der neuerstellten Wohnungseinheiten

leicht über dem längerfristigen, auf rund 35 000 prognostizierten Bedarf. Diese Gegenüberstellung zeigt, daß die vor allem durch entsprechende Inflationserwartungen hervorgerufene spekulative Nachfrage nach Bauleistungen bei weitem nicht das Ausmaß der frühen siebziger Jahre angenommen hat.

Die gegenwärtige Bauproduktion von 17 Mrd Franken zu Preisen von 1970 liegt um 10% tiefer als die 1973 realisierten 19 Mrd Franken und wurde mit 30% weniger Beschäftigten bewältigt. Über die Reduktion des technischen Apparates im gleichen Zeitraum sind keine Angaben vorhanden. Aus der Importstatistik läßt sich jedoch schließen, daß in letzter Zeit die technischen Kapazitäten wieder leicht aufgebaut wurden.

Der für die erste Hälfte des kommenden Jahres zu erwartende Nachfragerückgang nach Bauleistungen wird auf – gegenüber der Hochkonjunktur – deutlich verminderte Produktionskapazitäten treffen. Da die bestehenden Baukapazitäten, mindestens im Hochbaubereich, ungefähr dem längerfristigen Bedarf entsprechen dürften, ist mit einer deutlich schwächeren Reaktion in der Produktion und in der Beschäftigung zu rechnen. Vom öffentlichen Bau sind auch in den nächsten Jahren keine Impulse zu erwarten.

#### Ausrüstungsinvestitionen

Nach der erwähnten Schätzung dürften die Ausrüstungsinvestitionen im laufenden Jahr um 2% auf rund 9,7 Mrd Franken zunehmen und damit zu konstanten Preisen noch rund 1 Mrd Franken unter der Größe von 1973 und 1974 liegen. Der Höchststand wurde damals bereits 1972, also zwei Jahre vor dem Konjunktуреinbruch, erreicht.

Nach den spärlich verfügbaren Informationen scheint sich momentan eine beschleunigte Zunahme bei den Ausrüstungsinvestitionen eingestellt zu haben. Die importierten Investitionsgüter erhöhten sich im ersten Quartal (im Vorjahresvergleich) deutlich. Ferner weist die Investitions-Umfrage des Instituts für Wirtschaftsforschung ebenfalls auf eine verstärkte Investitionsbereitschaft der Unternehmer hin.

Angesichts der abflauenden Konjunktur im Ausland sowie einer zu erwartenden Höherbewertung des Frankens und aufgrund der Personalknappheit ist ein Umschwung in der Investitionsbereitschaft bei den Unternehmern noch in diesem Jahr nicht auszuschließen.

#### Lagerinvestitionen

Die massiv gestiegenen Importe widerspiegeln teilweise den weitverbreiteten Optimismus in der Unternehmerschaft, teilweise aber auch die gestiegenen Inflationserwartungen. Beide der genannten Faktoren führten zu einem raschen Lageraufbau. Über die Lagerbewegungen selbst liegen nur Angaben qualitativer Natur vor, die im Rahmen des Konjunkturtests durch das Institut für Wirtschaftsforschung erfragt werden.

Gegenwärtig gelten, abgesehen von wenigen Ausnahmen, die Materiallager als ausreichend, die Fertigfabrikatelager als ausreichend oder eher als zu klein. Diese Qualifikation der Lagerbestände traf auch im Jahre 1973 und bis zum Herbst 1974 zu. Die Materiallager wurden von Mitte 1973 bis 1974, nach Meldungen aus der Industrie, aufgebaut und galten erst danach als zu hoch. Die Fertigfabrikatelager wurden ab Herbst 1974 mehrheitlich als zu hoch eingestuft.

Diese Gegenüberstellung zeigt deutlich, daß die Umkehr in der Beurteilung der Lagerbestände durch die Unternehmer erst mit dem konjunkturellen Wendepunkt eintritt. Aufgrund der optimistischen Aussagen der Unternehmer über die Angemessenheit der Lager kann deshalb nicht geschlossen werden, daß – wie vielerorts vermutet wird – in einer allfälligen nächsten Rezession die Lager nicht überhöht sein würden. Aufgrund der Importzahlen muß vielmehr vermutet werden, daß gerade in letzter Zeit ein rascher Aufbau der Lager vor sich ging.

### **Außenhandel**

Gleichzeitig mit dem gesamtwirtschaftlichen Konjunkturschwung von Mitte 1974 zeichnete sich eine Wende bei den Importen ab. Ausschlaggebend dafür war der Rückgang bei den Rohstoff- und Halbfabrikateinfuhren als Folge der überhöhten Lager. Bereits Anfang 1974 bildeten sich die Energieträger- und Konsumgüterimporte zurück. Diese Entwicklung stand im Zusammenhang mit den Erdölpreiserhöhungen von 1973/74. Die anfangs 1974 einsetzende Wechselkurssteigerung kompensierte teilweise die Erdölpreiserhöhungen und führte bei den Konsumgütern zu einem Substitutionsprozeß von inländischen zu ausländischen Konsumgütern.

Gegenwärtig weisen, im Unterschied zu 1974, alle wichtigen Komponenten eine positive Entwicklung auf. Die Entwicklung der Einfuhren wird durch die Rohstoff- und Halbfabrikatebezüge sowie die Investitionsgüterimporte bestimmt. Im Energiebereich ergibt ein Vergleich der heutigen Situation mit der Periode der letzten Erdölpreiserhöhungen in den Jahren 1973/74 ein ähnliches Bild. Damals wie heute leiteten die massiven Preissteigerungen einen Substitutionsprozeß in Richtung relativ billigerer Alternativenergiequellen ein. Insbesondere die Verwendung von Kohle als Energieträger trat in beiden Zyklen verstärkt in den Vordergrund. Deutlich sichtbar wird dies aus dem Rückgang der mengenmäßigen Importe von Erdöl und seinen Derivaten einerseits und den drastisch gestiegenen Bezügen von Kohle andererseits. Verglichen mit der ersten Erdölkrise von 1973/74 haben heute die im Produktionsprozeß anfallenden Erdölenergiekosten vermutlich ein Niveau erreicht, das für die Industrie ein Umstellen auf Alternativenergien als lohnend erscheinen läßt.

Die starke Zunahme der Importe ist – neben höheren Energiepreisen – auf die Wechselkursentwicklung und die bislang günstige Konjunkturentwicklung zurückzu-

führen. Aufgrund der Wechselkursentwicklung und der kurzfristig optimistischen Unternehmererwartungen kann vorderhand mit einer weiteren Importsteigerung gerechnet werden. Ein Quartal nach der Tendenzwende bei den Importen (3. Quartal 1974) setzte als Folge der weltweiten Rezession sowie der Wechselkurssteigerung der Rückgang bei den Exporten, insbesondere bei den konsumnahen Gütern (Uhren, Textilien und Bekleidung, Nahrungsmittel) ein.

Gegenwärtig weisen – dank günstiger ausländischer Konjunktur- und Wechselkursentwicklung – alle namhaften Industriezweige starke Exportwachstumsraten auf. Einzig die Uhrenindustrie verzeichnete im ersten Quartal noch volumenmäßig einen Rückgang. Die günstigen Rahmenbedingungen für die Exporttätigkeit lassen vermuten, daß die schweizerische Exportindustrie die Erdölpreiserhöhungen besser verkraften konnte als 1974. Das wert- und volumenmäßige (+ 10,9% im 1. Quartal 1980/1979) Wachstum der Ausfuhren deutet darauf hin, daß ein Teil des Energiekostenanstiegs auf die Abnehmer überwältigt werden konnte.

Die sich allmählich abzeichnende Konjunkturwende im Ausland wird sich relativ rasch im Bestellungseingang in der Exportindustrie auswirken. Dank des allgemein hohen Arbeitsvorrats ist jedoch nicht mehr in diesem Jahr mit einem Exportrückgang zu rechnen.

### **Öffentliche Hand**

Von der öffentlichen Hand sind in der bevorstehenden Wachstumsabflachung kaum Impulse zu erwarten. Es muß vorläufig damit gerechnet werden, daß die Folgen der gegenwärtigen Sparübungen durch die zeitliche Verzögerung zwischen den Beschlüssen und den wirtschaftlichen Auswirkungen ziemlich genau mit dem Eintritt einer zukünftigen Abschwächung der konjunkturellen Entwicklung zusammenfallen werden. Da die Unternehmer zum Teil stark auf die Reserven zurückgegriffen haben, werden sie vergleichsweise schneller in Schwierigkeiten geraten und staatliche Maßnahmen verlangen.

Die Behörden haben mit den Arbeitsbeschaffungsprogrammen der Jahre 1975/76 Erfahrungen gesammelt, die sich nutzen lassen. Eine wesentliche Verkürzung der gesamten zeitlichen Verzögerung zwischen Wirtschaftsabschwächung und Wirkung staatlicher Gegenmaßnahmen ist dadurch allerdings nicht zu erwarten. Dementsprechend ist zu befürchten, daß sich allfällige Maßnahmen prozyklisch auswirken werden, haben sich doch die Arbeitsbeschaffungsprogramme der Jahre 1975/76 nur stabilisierend auf die konjunkturelle Entwicklung ausgewirkt, weil jene Rezession unerwartet stark und auch lang ausgefallen ist.

### **Arbeitsmarkt**

Die Beschäftigungsschwankungen waren in der Zeit von 1973 bis 1979 bei im allgemeinen steigender Ten-

denz der Reallöhne außerordentlich stark. Nach einem markanten Absinken der Beschäftigung im vierten Quartal 1973 wurde bis zum zweiten Quartal 1974 noch einmal beinahe das Niveau des höchsten Vorjahreswertes erreicht. Darauf sank der Beschäftigungsindex bis zum ersten Quartal 1976 um rund 13% gegenüber dem höchsten Wert von 1974, ein deutlicher Hinweis auf die Schwere der Krise jener Zeit.

Zusammen mit der Nachfrage nach Arbeit hat sich damals auch das Arbeitsangebot verringert, indem vor allem ausländische Arbeitskräfte (hauptsächlich Saisoniers) abwanderten.

Insgesamt war der prozentuale Rückgang der Beschäftigung bei den weiblichen Arbeitskräften nicht ausgeprägter als bei den männlichen. Dieses Bild wird jedoch dadurch verfälscht, daß in der Baubranche (entsprechend der Struktur) praktisch nur Männer abgebaut wurden, was die stärkere Reduktion der weiblichen Arbeitskräfte in allen übrigen Branchen kompensierte. Im Jahre 1979 lag die Beschäftigung um 240 000 Personen unter dem Höchststand von 1973 und damit leicht über ihrem Tiefststand von Anfang 1977. Der Zuwachs entfällt seither zum größten Teil auf männliche Arbeitnehmer (+ 26 000), während nur 17 000 Frauen ins Erwerbsleben zurückgekehrt sind. Damit lag die Zahl der erwerbstätigen Frauen noch um 83 000 unter dem Höchststand von 1973.

Aufgrund verschiedener Veränderungen muß angenommen werden, daß die beobachtbaren Reaktionen künftig anders ausfallen werden als früher. Es kann davon ausgegangen werden, daß es im Falle einer Nachfrageabschwächung nicht wieder zu einer durch die Rückwanderung ausländischer Arbeitskräfte bedingten Verminderung des Arbeitsangebots kommen wird. Es steht jedoch außer Zweifel, daß eine solche Senkung des Arbeitsangebots die sichtbaren Auswirkungen der Krise von 1975/76 stark abgeschwächt hat: Während die Schweiz, gemessen am Rückgang des realen Bruttosozialprodukts, die schärfste Rezession aller OECD-Länder erlitt, stand sie im internationalen Vergleich bezüglich Arbeitslosenrate stets relativ gut da. Dies hat sich insofern geändert, als heute bei einer geringeren Abschwächung des Sozialprodukts mit einer höheren Arbeitslosenquote als vor fünf Jahren gerechnet werden müßte.

Das System der sozialen Sicherheit ist heute mit der obligatorischen Arbeitslosenversicherung bedeutend besser ausgebaut als 1974, was einerseits die Bereitschaft der Unternehmungen, Entlassungen vorzunehmen oder Kurzarbeit einzuführen, erhöhen und andererseits den Widerstand der Arbeitnehmer gegen solche

Maßnahmen senken dürfte. Bei einem allfälligen Nachfragerückgang sind allerdings keine massiven Entlassungen zu erwarten. Vielmehr werden die Unternehmer relativ früh mit der Einführung von Kurzarbeit reagieren. Diese Maßnahme stößt auf geringere politische Widerstände, die trotz dem sozialen Auffangnetz der Arbeitslosenversicherung noch da sind; soziale Konflikte können so eher vermieden werden. Zudem erspart sich der Unternehmer die Suchkosten, die er im Falle eines erneuten Aufschwungs bei der Einstellung neuer Arbeitskräfte zu tragen hätte. Dies setzt allerdings voraus, daß die Unternehmer den Nachfragerückgang nicht als permanent betrachten; eine Voraussetzung, die heute weitgehend erfüllt zu sein scheint: Die mittelfristige Zukunft wird – nicht zuletzt aufgrund von seit 1974 vorgenommenen Strukturbereinigungen, technologischen Verbesserungen und der geringeren Wahrscheinlichkeit einer massiven Aufwertung des Frankens – relativ optimistisch beurteilt. Die Einführung von Kurzarbeit wird auch deshalb relativ früh im Zyklus erfolgen, weil die Reserven der Unternehmer noch unter dem Vorrezessionsniveau liegen dürften.

### 3.3. Schlußfolgerungen

Die für den Konjunkturrückgang verantwortlichen Faktoren lassen heute auf weniger deutliche Impulse für eine Verlangsamung der Wirtschaftsaktivität als vor der Rezession Mitte der siebziger Jahre schließen. Es kann auch davon ausgegangen werden, daß unsere Wirtschaft für eine Reduktion der Gesamtnachfrage besser gerüstet ist. Die in den letzten Jahren gesammelten Erfahrungen, die wesentlich realistischere Einschätzung der Konjunkturentwicklung durch die Unternehmer, die weniger ausgeprägten Überhitzungserscheinungen sowie die tiefere Inflationsrate deuten alle in diese Richtung; eine wesentliche Einschränkung ist allerdings bezüglich der Unternehmerreserven zu machen, wo der gegenwärtige Stand das Niveau der frühen siebziger Jahre noch wesentlich unterschreiten dürfte.

Entsprechend dieser Ausgangslage wird die konjunkturelle Abschwächung der frühen achtziger Jahre geringer sein als diejenige Mitte der siebziger Jahre. Hingegen wird sich das Erscheinungsbild ändern. Es ist mit einem deutlichen Anstieg der Arbeitslosigkeit zu rechnen, wobei vorerst vor allem Teilzeitarbeitslose das Bild beherrschen dürften. Dagegen dürfte die Bauindustrie keine solche drastischen Nachfrageausfälle wie vor fünf Jahren zu verzeichnen haben.

Bezüglich des Zeitpunkts der Abschwächung kann die erste Hälfte des nächsten Jahres als wahrscheinlichste Periode des Eintritts bezeichnet werden.