

## **Wirtschafts- und Währungslage**

Quartalsbericht des Direktoriums für  
die Sitzung des Bankrates vom  
26. September 1980

Beilage zum  
Monatsbericht der  
Schweizerischen Nationalbank  
Heft Nr. 10, Oktober 1980

Der Bericht wurde anfangs September abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die von Mai bis August bekannt wurden.

## A. Konjunkturlage in den wichtigsten Industrieländern

### 1. Allgemeine Wirtschaftslage

Die Konjunktur entwickelte sich im ersten Quartal dieses Jahres in den meisten Industrieländern zufriedenstellend. Seither hat sich die internationale Wirtschaftslage verdüstert. Sorgen bereiten vor allem der weitere Anstieg der Inflationsrate, die inzwischen in den OECD-Ländern im Durchschnitt gegen 14% erreicht hat, und die erneut wachsenden Ertragsbilanzungleichgewichte. Die meisten Industrieländer verfolgen eine restriktive Geldpolitik. Dagegen war es noch nicht möglich, die Finanzpolitik in den Dienst der Inflationsbekämpfung zu stellen. Das Ziel der restriktiven Politik besteht darin, nicht nur die Inflation unter Kontrolle zu bringen, sondern auch die Ertragsbilanzdefizite abzubauen. Die Anpassung an die höheren Erdölpreise wird die rezessiven Tendenzen verstärken.

### 2. Die Konjunkturentwicklung in einzelnen Ländern

In den *Vereinigten Staaten* setzte die Rezession im Frühjahr in kaum erwartetem Ausmaß ein. Während im ersten Quartal das BSP gegenüber dem Vorquartal real mit einer Jahresrate von 1,2% zugenommen hatte, bildete es sich im zweiten Quartal um 9,1% zurück. Gleich groß war der Rückgang im ersten Quartal 1975 gewesen, als die amerikanische Wirtschaft die schwerste Rezession seit der Wirtschaftskrise der dreißiger Jahre erlitten hatte. Die jüngste Entwicklung läßt sich zu einem Großteil durch den Rückgang des privaten Konsums erklären. Im zweiten Quartal nahm der Konsum mit 9,6% ab, während er im Vorquartal um 1,5% gestiegen war. Für das gesamte Jahr 1980 wird ein Rückgang des BSP um real 1,3% erwartet, nachdem im März noch mit einer Abschwächung von 0,4% gerechnet worden war.

Die Arbeitslosenrate stieg von 6,2% im März auf rund 8% im Juli. Trotz der Rezession bewegte sich die Teuerung im Mai und Juni um 14%. Die amerikanische Regierung gibt sich jedoch optimistisch und hat ihre Schätzung für die durchschnittliche Jahresteuerung von 12,8% auf 12% nach unten revidiert. Die Inflation bleibt ein Problem, das zur Besorgnis Anlaß gibt, um so mehr, als Anzeichen darauf hindeuten, daß der untere Wendepunkt der Konjunktur erreicht worden ist und die Wirtschaftsaktivität wieder zunehmen könnte. So scheint der private Konsum erneut zu wachsen, und auch die Zahl der neubegonnenen Bauten hat nach einem markanten Rückgang in den beiden Vormonaten im Juni gegenüber Mai um 30% zugenommen. Der Rückgang der Zinssätze dürfte dazu merklich beigetragen haben. Diese Entwicklung kommt auch im Sammelindex der vorlaufenden Indikatoren zum Ausdruck, der im Juli nach einer rückläufigen Phase von einem Jahr um 4,6% stieg. Ob sich damit

eine echte Konjunkturwende ankündigt, kann noch nicht beurteilt werden.

Die *Bundesrepublik Deutschland* verzeichnete im ersten Quartal ein kräftiges Wirtschaftswachstum. Seither ist eine Abschwächung eingetreten. Trotzdem verharrte der Auftragseingang in der Industrie im Mai auf dem durchschnittlichen Stand der zwei Vormonate, was dem Anstieg der Auslandnachfrage zu verdanken ist. Die Bestellungen aus dem Inland hingegen fielen im Mai um beinahe 4% gegenüber dem Durchschnittswert der beiden Vormonate. Die Bautätigkeit ging in derselben Zeit um 2% und im Juni gegenüber Mai um 4,5% zurück. Die Konjunkturabflachung widerspiegelt sich auch in der industriellen Produktion, die von Mai auf Juni um 1% abnahm.

Die Teuerung bleibt das wichtigste wirtschaftspolitische Problem der Bundesrepublik. Der Index der Konsumentenpreise stieg im Juni um 6,1% gegenüber dem Vorjahresmonat. Seither hat sich die Teuerungsrate auf 5,5% im Juli zurückgebildet. Das Wirtschaftsministerium hält eine Abschwächung auf rund 5% bis zum Jahresende für möglich. Die Arbeitslosenquote nahm von 3,4% im Juni auf 3,7% im Juli zu. Dieser Anstieg ist teilweise auch auf die Schwierigkeiten bei der Eingliederung von Jugendlichen in den Erwerbsprozeß zurückzuführen. Die Prognosen für das Wirtschaftswachstum des laufenden Jahres schwanken zwischen 3% (Bundesbank) und 1,5% (Konjunkturforschungsinstitute). Ein Rückgang des Wirtschaftswachstums von 4,4% im Jahre 1978 auf 3% im laufenden Jahr würde für die Bundesrepublik allerdings eher eine Normalisierung als eine Rezession bedeuten.

Das *Vereinigte Königreich* befindet sich seit einiger Zeit in einer Rezession. Das reale BSP wuchs im ersten Quartal um 0,5% und dürfte im zweiten Quartal geschrumpft sein. Die OECD prognostiziert für 1980 einen Rückgang des realen BSP von etwa 2%, nachdem im letzten Jahr ein Wachstum von 1,7% erreicht worden ist. Die OECD erwartet 1980 eine um rund 4% geringere Industrieproduktion als 1979.

Die restriktive Geldpolitik zeigt erste Wirkungen. Die Teuerungsrate hat ihren höchsten Wert überschritten. Sie erreichte im Juli 16,9%, nachdem sie sich gegenüber Mai um 5 Prozentpunkte verringert hatte (Vorjahresvergleich). Der starke Rückgang der Inflationsrate ist teilweise auf einen Basiseffekt zurückzuführen (Erhöhung der Mehrwertsteuer im Juli 1979). Der Index der wichtigsten Konjunkturindikatoren läßt eine Verbesserung der Wirtschaftslage gegen Ende Jahr als möglich erscheinen. Dieser Index erfaßt die Entwicklung der Zinssätze, die Bautätigkeit, die Unternehmensliquidität und die Unternehmererwartungen. Ein wirtschaftspolitisches Problem bleibt im Vereinigten Königreich die Arbeitslosigkeit, die im Juli die Grenze von 2 Mio überschritt und damit den höchsten Stand seit der Weltwirtschaftskrise erreicht hat.

In *Frankreich* betrug das Wirtschaftswachstum 1979 3%. Es wird von der OECD für dieses Jahr auf 2% geschätzt. Die Industrieproduktion, die im ersten Quartal

leicht gestiegen war, ging in der Folge etwas zurück. Die Wachstumsrate des privaten Konsums nimmt ab, während sich diejenige der Investitionsausgaben auf einem befriedigenden Niveau stabilisiert hat. Nach Schätzung der OECD dürfte sich die Zahl der Arbeitslosen, die gegenwärtig rund 1,5 Mio beträgt, im Laufe des nächsten Jahres erhöhen. Mit einer Rate von rund 14% in der Jahresmitte bleibt auch in Frankreich die Teuerung ein Hauptproblem der Wirtschaftspolitik.

Die Wirtschaftsentwicklung *Italiens* wich stark von der Prognose der OECD ab. Nachdem diese für 1980 eine Zunahme des realen BSP und der Inlandnachfrage von je 2,5% vorausgesagt hatte, betrug das Wachstum der Inlandnachfrage im ersten Halbjahr mit 6% mehr als das Doppelte der Prognose. Der Preis für das starke Wachstum war eine Beschleunigung der Inflation auf 20,7% im Monat Juni. Zudem verschlechterte sich die Außenwirtschaftslage. Dies kommt den Währungsbehörden insofern ungelegen, als sie den Außenwert der Lira auf einem möglichst hohen Niveau halten wollen, um die Wirtschaft wenigstens gegen Teuerungsimpulse aus dem Ausland abzuschirmen.

*Japan* wird sich den Auswirkungen der weltweiten Konjunkturabflachung nicht ganz entziehen können, weist jedoch in der Gruppe der Industrieländer zurzeit die höchste Wachstumsrate auf. Die OECD erwartet für dieses Jahr ein Wirtschaftswachstum von 5,5%, nachdem es letztes Jahr 5,9% betragen hatte. Die außergewöhnlich günstige Entwicklung des Industriegüterexports dürfte mit der Zeit eine gewisse Korrektur erfahren, da der Außenwert des Yen im zweiten Quartal wieder zunahm. Aufgrund der konsequenten Geldmengenzpolitik ist eine Abflachung des Wirtschaftswachstums und eine Verminderung des Preisanstiegs zu erwarten. Die Teuerung beträgt in Japan gegenwärtig rund 8% und dürfte noch in beträchtlichem Ausmaß von den jüngsten Ölpreiserhöhungen beeinflusst sein.

### 3. Die monetäre Entwicklung

In Anbetracht des anhaltend hohen Inflationsniveaus und bedeutender Ertragsbilanzdefizite blieben die Geldbehörden der wichtigsten Industrieländer ihrem restriktiven Kurs weitgehend treu. In einigen Ländern mußten allerdings mit Rücksicht auf den beginnenden Konjunkturrückgang die geldpolitischen Zügel etwas gelockert werden.

In den *Vereinigten Staaten* trug die im Herbst 1979 begonnene restriktive Geldmengenzpolitik erste Früchte. Die Geldmenge  $M_{1B}$  ( $M_1$  plus weitere den Sichtdepositen ähnliche Einlagearten), die im ersten Quartal noch mit einer Jahresrate von 5% gewachsen war, ging im April stark zurück, stieg aber anschließend wieder. Die Zunahme von  $M_{1B}$  im ersten Halbjahr entspricht einem jährlichen Wachstum von lediglich 2% und liegt damit unterhalb der Bandbreite von 4% bis 6,5%, die als Zielbereich für 1980 festgelegt worden war. Die amerikanischen Behörden führen die vorübergehende Verringerung von  $M_{1B}$  auf die im März zur Bekämpfung der Inflation verhängten Kreditrestriktionen und Mindestreservenvor-

schriften zurück. Diese Maßnahmen bewirkten kräftige Zinssatzsteigerungen, die wiederum zu einer Abnahme der Geldnachfrage führten. Die Behörden rechnen damit, daß das Geldmengenwachstum im Laufe der zweiten Jahreshälfte zielkonform sein wird. Der scharfe Anstieg der Geldmengenaggregate in den letzten Wochen deutet bereits in diese Richtung.

Die restriktiven Maßnahmen und der Konjunkturrückgang bewirkten eine spürbare Verminderung der Bankkredite. Das Federal Reserve Board konnte deshalb die Kreditbeschränkungen und Mindestreservenvorschriften lockern und schließlich ganz aufheben.

Die Zinssätze gingen im zweiten Quartal außerordentlich stark zurück. Beispielsweise nahm der Satz auf Federal Funds von April bis Juli um mehr als 10 Prozentpunkte auf 9% ab. Seit Mitte Juni steigen vor allem die kurzfristigen Zinssätze wieder. Infolge der unsicheren Wirtschaftslage und der schwer interpretierbaren Geld- sowie Fiskalpolitik schwanken die Zinssätze außerordentlich stark.

In der *Bundesrepublik Deutschland* veranlaßten der anhaltende Inflationsdruck und das für 1980 erwartete Ertragsbilanzdefizit die Währungsbehörden, ihre im vergangenen Jahr begonnene restriktive Geldpolitik auch in diesem Jahr fortzusetzen. Die ersten Anzeichen eines Konjunkturrückgangs im zweiten Quartal schwächten den Willen zur geldpolitischen Disziplin nicht. Ende Juni lag das Jahreswachstum der Zentralbankgeldmenge am unteren Rand des für dieses Jahr festgelegten Zielbereichs von 5% bis 8%, nachdem es sich im März noch entlang der oberen Grenze bewegt hatte.

Die Entwicklung der Zinssätze widerspiegelt die restriktive Geldpolitik. Ungeachtet des Rückgangs der Zinssätze auf den meisten ausländischen Finanzplätzen setzte in Frankfurt der Satz auf Dreimonatsgeld seine Aufwärtsbewegung im Mai und Juni fort. Im Verlaufe des Sommers sah sich die Bundesbank jedoch aus konjunkturellen Gründen gezwungen, gewisse Erleichterungen zu gewähren, ohne vom Kurs ihrer restriktiven Geldpolitik grundsätzlich abzuweichen. Auf den 1. September senkte sie den Mindestreservesatz um 10%, um die Bankenliquidität zu erhöhen. Die Leitzinssätze der Bundesbank, die seit dem 2. Mai auf dem höchsten Stand der Nachkriegszeit liegen, wurden hingegen nicht verändert.

Erste günstige Auswirkungen des restriktiven Kurses zeigten sich in der Jahresmitte. Im Mai aktivierte sich die bis dahin defizitäre langfristige Kapitalverkehrsbilanz. Sie wies im Mai und Juni gesamthaft einen Überschuß von 1,7 Mrd D-Mark aus. Ferner begann die Inflationsrate, die seit Januar ununterbrochen zugenommen hatte, ab Juli zu sinken.

Im *Vereinigten Königreich* liegt das Hauptgewicht der Geldpolitik ebenfalls auf der Teuerungsbekämpfung. Für das Wachstum der Geldmenge Sterling  $M_3$  im Zeitraum von Februar 1980 bis Februar 1981 hat die Bank of England als Ziel eine Bandbreite von 7% bis 11% vorgegeben.

Im Juni schien die Regierung die Geldmenge unter Kontrolle zu haben – Sterling  $M_3$  wuchs seit Februar mit einer Jahresrate von rund 10% –, als dieses Aggregat unerwartet über das Zielband hinausschoß. Von Juni auf Juli stieg Sterling  $M_3$  um 5%, was bezogen auf Februar eine Zunahme in der Größenordnung von 20% (Jahresrate) ergibt.

Die britischen Behörden führen diese Beschleunigung des Geldmengenwachstums auf die im Juni erfolgte Aufhebung des sogenannten Korsetts zurück, das das Wachstum der kurzfristigen Bankeinlagen mengenmäßig beschränkte. Die monetäre Expansion vom Juli sei hauptsächlich dadurch zu erklären, daß Guthaben ins britische Bankensystem zurückflossen, die zuvor in andere Kanäle geflüchtet seien, um den Restriktionen zu entgehen. In der Annahme, daß das beschleunigte Geldmengenwachstum Verzerrungen in der Einlagenstruktur widerspiegelt, will die Regierung vorläufig keine restriktiven Maßnahmen ergreifen. Im Gegenteil gewährte die Bank of England im Juni und August den Geschäftsbanken zusätzliche Liquiditätshilfen und senkte anfangs Juli den Diskontsatz von 17% auf 16%.

In *Frankreich* veranlaßten die anhaltende Inflation und die rege Wirtschaftstätigkeit die Regierung zu einer Verschärfung der Kreditbeschränkungen. Die für das zweite Halbjahr festgelegten Zuteilungen liegen knapp unter den Werten der zweiten Hälfte des Vorjahres. Dank dieser Maßnahmen liegt das Wachstum der Geldmenge  $M_2$  im ersten Semester mit 9,6% auf Jahresbasis unter dem diesjährigen Zielwert von 11%.

Ungeachtet der verschärften Kreditrestriktionen setzte sich die seit April feststellbare Tendenz zu niedrigeren Zinssätzen fort. Diese Entwicklung läßt sich durch die international rückläufigen Zinssätze und das Abflauen der französischen Konjunktur erklären. Der Leitzins der Banque de France (der Satz auf Pensionierungen von Schatzscheinen mit einer Laufzeit von unter einem Monat) konnte schrittweise von 13% Ende März auf 11,25% Mitte August zurückgenommen werden.

Auch in *Japan* soll die restriktive Geldpolitik weitergeführt werden, um das Vertrauen in den Wert des Yen wiederherzustellen und den Preisanstieg der Importgüter zu begrenzen. Die Bank of Japan übt eine strenge Kontrolle der Bankkredite aus (sogenanntes Window Guidance-System) und hält den Diskontsatz auf relativ hohem Niveau. Die restriktive Politik führte zu einer Verlangsamung der monetären Expansion. Am Ende des ersten Quartals lag die Geldmenge im weiteren Sinn ( $M_2$  plus Depositenzertifikate) noch um 10,7% über dem Stand im Vorjahresmonat, im Juni hingegen nur noch um 10%. Dieser Satz entspricht genau der Zielgröße, die die Behörden für 1980 festgelegt haben. Im übrigen verharrten die Zinssätze in Japan auf relativ hohem Niveau. Seit vergangenem Mai liegt der Zinssatz auf Dreimonatsanlagen in Japan sogar über dem Eurodollarsatz für dieselbe Laufzeit. Ende Juni betrug die Zinsdifferenz zugunsten des Yen ungefähr 3 Prozentpunkte.

Im Hinblick auf die beginnende Konjunkturabschwächung lockerte die japanische Zentralbank ihre Geldpolitik Mitte August, indem sie den Diskontsatz um  $\frac{3}{4}$  Punkte senkte. In der Folge gaben auch die Geldmarktsätze leicht nach.

#### 4. Die Währungslage

Hauptereignis im Währungsgeschehen des zweiten Quartals war die Kursabschwächung des amerikanischen Dollars. Der Übergang zu einer mengenorientierten Geldpolitik der Vereinigten Staaten im Herbst 1979 scheint die Zinsreagibilität der Wechselkurse erhöht zu haben. Obwohl der Kursrückgang der amerikanischen Währung sehr rasch erfolgte, löste er – im Unterschied zu ähnlichen früheren Situationen – keine Währungs-krise aus, das heißt, es kam nicht zu sich selbst verstärkenden, wirtschaftlich ungerechtfertigten Kursüberreibungen. Das Vertrauen in eine stabilitätsbewußte Geldpolitik der Industrieländer und in die währungspolitische Zusammenarbeit der wichtigsten Zentralbanken hat zugenommen und wirkt sich auf die Wechselkurserwartungen beruhigend aus.

Die Kursentwicklung des *US-Dollars* folgte im wesentlichen dem Verlauf der amerikanischen Geldmarktsätze, die im ersten Quartal dieses Jahres deutlich gestiegen waren und sich anschließend bis Mitte Juni wieder zurückbildeten. In den Vereinigten Staaten fielen die kurzfristigen Zinssätze im zweiten Quartal wesentlich stärker, als sie im ersten Quartal gestiegen waren. Da sich die Geldmarktsätze in anderen Industrieländern im zweiten Quartal nur wenig veränderten, nahmen die Erträge auf Dollaranlagen vergleichsweise stark ab. Mitte Juni wurde der Dreimonatssatz auf Eurodollaranlagen lediglich vom Eurofrankensatz unterboten. Trotzdem fiel der handelsgewichtete Dollarkurs bis Mitte Juni nur wenig unter das Niveau von Anfang Jahr. Seither ziehen die Geldmarktsätze in den Vereinigten Staaten wieder an, während sie in anderen Ländern eher fallen. Der Dollar festigte sich in der Folge. Die Zentralbankinterventionen zur Begrenzung der Dollarschwäche waren im zweiten Quartal bescheiden, insbesondere wenn man sie mit den massiven Dollarverkäufen vergleicht, die im ersten Quartal zur Drosselung des Dollarkursanstiegs vorgenommen worden waren. Die Stärke der amerikanischen Währung in diesem Jahr ist der restriktiven Geldpolitik und der günstigen Ertragsbilanzentwicklung zu verdanken.

Es spricht einiges dafür, daß die Stärke des Dollars in den nächsten Monaten anhalten wird. So könnten sich infolge der erwarteten Konjunkturerholung in den Vereinigten Staaten und der Abflachung in den übrigen Industriestaaten die Zinsdifferenzen zugunsten von Dollaranlagen verändern.

Der Kursverlauf der übrigen wichtigen Währungen stand – wie im ersten Quartal – stark unter dem Einfluß der Zinsentwicklung. Wie die Tabelle zeigt, wurde der Kursverlust, den die meisten Währungen im ersten Quar-

tal gegenüber dem Dollar erlitten, im zweiten Quartal weitgehend ausgeglichen.

*Wechselkursveränderungen ausgewählter Währungen gegenüber dem Dollar (a) und handelsgewichtet (b)*

in %	28.12.1979 bis 8.04.1980		28.12.1979 bis 30.06.1980	
	a	b <sup>1</sup>	a	b
Schweizerfranken	- 15,5	- 6,1	- 3,0	- 2,0
Deutsche Mark	- 12,8	- 3,2	- 2,4	- 1,6
Französischer Franken	- 11,7	- 1,6	- 1,9	- 0,9
Lira	- 11,6	- 1,5	- 4,2	- 2,8
Yen	- 8,4	- 2,7	+ 9,8	+ 10,0
Britisches Pfund	- 4,4	+ 5,4	+ 5,4	+ 6,1

<sup>1</sup> bis 4.4.1980

Im Kursverlauf der *D-Mark* fällt die ausgeprägte Schwäche am Ende des ersten Quartals auf. Über die gesamte erste Jahreshälfte gesehen war der Markkurs sowohl bilateral gegenüber dem Dollar als auch handelsgewichtet verhältnismäßig stabil. Die Geldmarktsätze, die im ersten Quartal im Zuge der restriktiven Geldpolitik gestiegen waren, änderten sich im zweiten Quartal kaum, fielen jedoch im Juli und August deutlich. Die im internationalen Vergleich eher tiefen deutschen Geldmarktsätze und die ungünstige Ertragsbilanzentwicklung führten dazu, daß sich die *D-Mark* im EWS während des zweiten Quartals häufig an der unteren Grenze der engeren Bandbreite von  $\pm 2,25\%$  befand.

Das *britische Pfund* bestätigte sich auch im zweiten Quartal als starke Währung. Das Vereinigte Königreich weist nicht nur das höchste kurzfristige Zinsniveau unter den Industrieländern auf, sondern auch eine weitgehende Autarkie bei der Erdölversorgung. Infolge der restriktiven Geldpolitik lag der Pfundkurs Ende Juni gegenüber dem Dollar rund 5% und handelsgewichtet rund 6% über dem Niveau von Anfang Jahr.

Weiterhin ruhig entwickelte sich der Kurs des *französischen Frankens*. Handelsgewichtet lag er Ende Juni rund 1%, gegenüber dem Dollar rund 2%, unter dem Niveau zu Jahresbeginn (siehe Tabelle). Im EWS war der französische Franken während des zweiten Quartals die stärkste Währung. Der deutliche Rückgang der Zinssätze führte jedoch zu keiner Abschwächung des Wechselkurses.

Nachdem in Frankreich die Preisbildung liberalisiert worden war, wurden im Juni eine Reihe von Lockerungen im Devisenbereich beschlossen. Die Rohstoffimporteure können künftig ohne zeitliche Begrenzung auf dem Terminmarkt Devisen kaufen. Im weiteren sind Exporteure nicht mehr gezwungen, ihre Erlöse in fremder Währung sofort in einheimische umzutauschen. Außerdem sind die Möglichkeiten, im Ausland Konten zu unterhalten, ausgedehnt worden. Die bestehenden Devi-

senrestriktionen bleiben weiterhin in Kraft; die Freibeträge wurden jedoch aufgestockt.

Im Unterschied zu den übrigen in der Tabelle aufgeführten Wechselkursen fiel der handelsgewichtete Kurs der *italienischen Lira* im zweiten Quartal. Im EWS verschlechterte sich die Situation der italienischen Währung zunehmend. Ende Juni lag ihr Kurs trotz massiver Devisenmarktinterventionen 3,5 Prozentpunkte unter dem Kurs der stärksten Währung, dem französischen Franken. Obwohl der Lira im EWS eine Wechselkursbandbreite von  $\pm 6\%$  zugestanden wird, verdichteten sich die Gerüchte über eine bevorstehende Leitkursanpassung. Ursachen der Kursschwäche bilden die Verschlechterung der Ertragsbilanzlage, die hohe Inflationsrate und die unsicheren Wirtschaftsaussichten Italiens.

Der Kurs des *japanischen Yen*, der vom Sommer 1978 bis Ende 1979 in erster Linie als Folge der ölpreisbedingten Ertragsbilanzverschlechterung kontinuierlich gefallen war, stieg im zweiten Quartal sowohl gegenüber dem Dollar als auch handelsgewichtet um rund 10%. Die drastischen monetären Maßnahmen, die die japanischen Währungsbehörden anfangs Jahr zur Begrenzung der Wechselkursschwäche vorgenommen hatten, erwiesen sich damit als erfolgreich.

## B. Die Konjunkturlage in der Schweiz

### 1. Die Entwicklung im monetären Bereich

#### *Geldaggregate*

Die Zuwachsrate der Notenbankgeldmenge in den ersten acht Monaten dieses Jahres blieb um durchschnittlich 2 bis 3 Prozentpunkte hinter dem anvisierten Anstieg von 4% zurück. Damit wurde der Abschwächung des realen Frankenkurses und der zunehmenden inländischen Teuerung Rechnung getragen.

Der zurückhaltende geldpolitische Kurs widerspiegelt sich immer deutlicher im Verlauf der übrigen monetären Aggregate. Da der Einfluß der verzerrten Zinsstruktur auf die verschiedenen Geldmengen sich im Laufe des zweiten Quartals abgeschwächt hat, begann sich deren Entwicklung zu normalisieren. Ende Juli lag die Geldmenge  $M_1$  (Bargeldumlauf plus Sichteinlagen) um 11,4% unter und  $M_2$  ( $M_1$  plus Termineinlagen) um 17,4% über dem entsprechenden Wert des Vorjahres. Im März hatten die entsprechenden Veränderungsrate noch bei -14% und +23% gelegen. Die Jahreswachstumsrate von  $M_3$  ( $M_2$  plus Spareinlagen) reduzierte sich von 10,3% am Ende des ersten Quartals auf 4,9% Ende Juli. Die Zuwachsraten werden etwas aussagefähiger, wenn man als Ausgangspunkt für deren Berechnung das II. Quartal 1977 nimmt. So lag beispielsweise die Geldmenge  $M_1$  im II. Quartal dieses Jahres um 14,2% über diesem Stand,  $M_2$  um 42,6% und  $M_3$  um 28,3%. Diese Zunahmen entsprechen einem jährlichen Wachstum von 4,5% ( $M_1$ ), 12,6% ( $M_2$ ) und 8,7% ( $M_3$ ).

Die enormen Mittelumlagerungen auf Termindepots als Folge der verzögerten Anpassung der Kassenobligationszinsen kamen in der Berichtsperiode zum Stillstand. Die seit Mitte April zu verzeichnende Senkung der Geldmarktsätze sowie die Anpassung der Kassenobligationsätze hat die Anleger veranlaßt, sich vermehrt im attraktiver gewordenen mittelfristigen Bereich zu engagieren. Zwischen Mai und Juni nahmen die Dreimonatsdepots um rund 2 Mrd Franken ab. Am Ende des zweiten Quartals 1980 betragen die Termineinlagen 48,8 Mrd Franken, was sich im Vergleich zum Vorjahresendstand von 26,2 Mrd Franken immer noch hoch ausnimmt. Bei einer erfolgreichen restriktiven Geldpolitik steigen anfänglich die Geldmarktsätze stärker als die mittel- und langfristigen Sätze. Nach einiger Zeit normalisiert sich die Zinsstruktur, d.h. die Geldmarktsätze gehen vergleichsweise stärker zurück. Es kann somit gerechnet werden, daß die Dreimonatsdepots als Folge der Normalisierung der Zinsstruktur in nicht allzu ferner Zukunft weiter abnehmen werden. Das Ausmaß wird vom Erfolg an der Inflationsfront abhängig sein.

Wie bei den Dreimonatsdepots normalisierte sich auch der Bestand der Sichtguthaben. Der seit Oktober 1979 anhaltende Rückgang wurde durch die Entspannung auf den Geldmärkten im zweiten Quartal unterbrochen. Im Mai und Juni nahmen die Sichtdepositen geringfügig zu.

Der Rückgang der Spargelder hielt bis im August an, doch hat sich die Abnahme deutlich verlangsamt. Seit Jahresbeginn ist der Bestand der Spargelder bei den in den Monatsstatistiken erfaßten 71 Banken um rund 4,5 Mrd Franken oder um 6,3% zurückgegangen. Dieser Verlauf ist im wesentlichen auf den relativ großen Ertragsunterschied zwischen den Spareinlagen einerseits und den übrigen mittel- sowie langfristigen Anlageformen andererseits zurückzuführen. Während des zweiten Quartals lagen die Kassenobligationsätze um mehr als 2 Prozentpunkte über den Sparheftzinsen. Im Jahr 1978 war diese Differenz im Durchschnitt nie größer gewesen als ein halbes Prozent.

#### *Geld- und Devisenmarkt*

Die Geldmarktliquidität lag, abgesehen von den Monatsenden, zwischen 6 und 6,5 Mrd Franken. Die Steuerung der Liquidität erfolgte vornehmlich mit Swapkrediten. Die Nationalbank war dabei bestrebt, die Laufzeit der Swapkredite so festzusetzen, daß die Fälligkeiten möglichst gleichmäßig über die nächsten Monate verteilt sind.

Die Liquiditätsbeschaffung der Banken auf die Monatsenden hin gestaltete sich ohne größere Probleme und fand jeweils in der von der Nationalbank anvisierten Größenordnung statt. Am Halbjahresresultimo beanspruchten die Banken Notenbankkredite im Betrage von 2,4 Mrd Franken. Der größere Teil der Ultimofinanzierungshilfe bestand in Dollar/Franken-Swaps mit Laufzeiten von einer Woche. Die Liquidität wurde zusätzlich durch die vorübergehende Rückgabe von Carter-Bonds er-

höht. Die Giroguthaben stiegen bis Ende Juni auf 11,8 Mrd Franken und lagen damit ungefähr um eine Mrd Franken unter dem Vorjahresniveau.

Die Rückzahlung der Ultimokredite führte vereinzelt zu Anspannungen auf dem Geldmarkt. Dies äußerte sich in sprunghaftem Ansteigen der Zinssätze für Tagesgeld. Die vorübergehenden Verknappungserscheinungen waren weitgehend die Folge einer ungleichen Liquiditätsverteilung im Bankensystem.

In den Monaten Mai bis August erfolgten vier weitere Emissionen von dreimonatigen Geldmarkt-Buchforderungen der Eidgenossenschaft. Die Jahresverzinsung ging entsprechend der allgemeinen Entspannung auf dem Geldmarkt zurück, nämlich von 5,623% im Mai, 4,983% im Juni, 4,664% im Juli auf 4,623% im August. Bereits die Verzinsung der Mai-Auktion hatte um 0,6 Prozentpunkte unter derjenigen der April-Emission gelegen.

Die Zinssätze für Festgelder wurden in der ersten Hälfte der Berichtsperiode infolge des Zinsrückgangs auf dem Eurofrankenmarkt herabgesetzt. Die Großbanken senkten die Vergütungen für Dreimonatsdepots von 5,5% auf 4,75%. Die Sätze für 6–11monatige Einlagen kamen nach der Reduktion auf 4,5% (–1¼%), jene für Jahressgeld auf 4,25% (–1%) zu stehen.

Als anfangs September die Eurofrankensätze wieder anstiegen, wurden auch die Zinssätze für Festgelder bei den Großbanken um 0,25 bzw. 0,5 Prozentpunkte erhöht und kamen damit auf 5%, 5% und 4¾% zu stehen. Die Vergütungen auf dem Eurofrankenmarkt für Dreimonatsdepots schwankten zwischen 5¼% und 6¼%, ohne jedoch einen klaren Trend aufzuweisen.

Wie im Frühjahr läßt sich die Entwicklung auf den Devisenmärkten von Mai bis Juli weitgehend durch Verschiebungen in der internationalen Zinsstruktur erklären. Die Änderungen fielen jedoch sowohl bei den Zinsen als auch bei den Wechselkursen geringer aus.

Der Wechselkurs des Dollars stand Anfang Mai bei Fr. 1.67. Als sich im Zuge des Zinsabbaus in den USA die Zinsdifferenz zum Franken, die Anfang April noch 13 Prozentpunkte betragen hatte, von 8,5% Anfang Mai auf einen Tiefststand von 3,5% am 13. Juni verringerte, geriet der Dollar von Mitte Mai an und verstärkt in der ersten Junihälfte unter Druck. Mitte Juni wurde der Dollar noch zu Fr. 1.61 gehandelt. Die Nationalbank tätigte in Zusammenarbeit mit der amerikanischen und der deutschen Notenbank Dollarkäufe. In der Folge beruhigte sich die Lage auf den Devisenmärkten rasch. Der Dollarkurs glitt zwar anfangs Juli auf Fr. 1.58, den tiefsten Stand in der Berichtsperiode, ab, doch die zweite Julihälfte und der August standen im Zeichen einer Erholung des Dollars. Einerseits wuchs das Vertrauen in die amerikanische Währung, als die Geldbehörden bekanntgaben, sie würden im kommenden Jahr die restriktive Politik fortsetzen. Andererseits hatte das Zinsgefälle zum Franken seit dem Tiefststand von Mitte Juni wieder um rund einen Prozentpunkt zugenommen. Ende Au-



gust lag der Dollarkurs bei Fr. 1.65. Nur geringe Schwankungen verzeichnete der D-Markkurs. Von Anfang Mai bis Ende August schwächte er sich um einen Franken auf Fr. 92.– ab. Diese Abschwächung – eine analoge verzeichnete die deutsche Währung auch innerhalb des EWS – könnte auf die im Berichtszeitraum leicht abnehmende Zinsdifferenz zwischen Anleihen in D-Mark und Franken zurückzuführen sein.

Der mit den Exportanteilen der 15 wichtigen Handelspartner gewichtete nominelle Wechselkurs des Franken stieg von Anfang Mai bis Ende August um rund 2% und lag damit etwa 1% unter dem Vorjahresniveau. Real, d.h. unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Inflationsraten in den einzelnen Ländern, ist der Franken im Juni 1980 gegenüber dem Durchschnitt der maßgebenden Währungen um annähernd 10% schwächer geworden.

### *Kapitalmarkt*

Der Kapitalmarkt zeigte sich bis gegen Ende der Berichtsperiode in guter Verfassung. Trotz anhaltender konjunktureller Belebung und entsprechend reger Kreditnachfrage kam es anfänglich zu einem überraschend starken Rückgang des Zinsniveaus. Die Durchschnittsrendite eidgenössischer Obligationen sank von 5,10% Mitte April auf 4,56% Mitte August; diejenige kantonaler Anleihen von 5,39% auf 4,73%. Damit lagen die Anleihezinssätze noch um rund einen Prozentpunkt über dem Vorjahreswert (vgl. Abbildung 7 im Monatsbericht der Schweizerischen Nationalbank). Die Renditen in- und ausländischer Obligationen in Schweizerfranken haben seit Mitte April ebenfalls abgenommen. Dabei hat sich die Zinsdifferenz zwischen dem In- und Auslandsektor verengt.

Gegen Ende der Berichtsperiode machten sich am Kapitalmarkt Versteifungstendenzen bemerkbar; so stieg die Durchschnittsrendite für Bundestitel bis auf 4,9% am 2. September. Die anhaltend gute Konjunktur und die damit verbundene große Kreditnachfrage dürften ebenso zur Zinskorrektur beigetragen haben wie die restriktive Geldpolitik und die daraus resultierenden höheren Geldmarktsätze.

Die Lage am Primärmarkt bildete weitgehend das Spiegelbild der Entwicklung am Sekundärmarkt und an der Vorbörse. Die eingereichten Zeichnungen überstiegen in der Regel die von in- und ausländischen Schuldner gewünschten Anleihebeträge, so daß bei der Zuteilung entsprechende Kürzungen vorgenommen werden mußten. Die Emissionserfolge erlaubten zusammen mit dem nach unten tendierenden Renditeniveau Anpassungen in den Ausgabekonditionen neuer Anleihen. Den Schritt zum Fünfprozenter vollzogen als erste anfangs Juni die Kantone Schwyz und Bern bei einem Emissionspreis von pari und einer Laufzeit von 10 bzw. 12 Jahren.

Die Konsolidierung der Kapitalmarktverhältnisse sowie der Übergang der Kantone zur 5%-Anleihe veranlaß-

ten die Finanzverwaltung im Einvernehmen mit der Nationalbank, die in der zweiten Juniwoche im Auktionsverfahren begebene Bundesanleihe von rund 250 Mio Franken mit einem Couponsatz von 4% und einer Laufzeit von 10 Jahren auszustatten. Aufgrund der Offerten wurde ein Anleihebetrag von 260 Mio Franken und ein Emissionspreis von 100% festgelegt.

In der dritten Augustwoche plazierte der Bund zum vierten Mal eine Anleihe im Tendersverfahren. Um die gewünschte Summe von rund 250 Mio Franken auf 12 Jahre mit einem Coupon von 4½% zu erhalten, mußte der Emissionspreis wegen des Stimmungsumschwungs am Kapitalmarkt bei 98,8% fixiert werden, was einer Rendite von 4,63% entspricht. Die gegen Ende der Berichtsperiode einsetzende Kursabschwächung bewirkte, daß die 4½%-Bundesanleihe an der Vorbörse unter den Ausgabekurs fiel und am 26. August nur noch 97,70% notierte.

Zu Couponsenkungen kam es auch bei den übrigen Schuldnerkategorien. Mit einem Satz von 4½% stellte die Bundesanleihe Ende August den unteren Eckwert, gefolgt von Anleihen der Kantone, größerer Städte und Kantonalbanken mit 4¾%, der Pfandbriefzentralen und Elektrizitätswerke mit 5%, erster Industrieadressen mit 5¼% sowie der Kernkraftwerke mit einem Coupon von 5½%. Feinabstimmungen wurden wie üblich über die Festlegung des Emissionspreises und der Laufzeit vorgenommen. Eine Kompensation zur überdurchschnittlich langen Laufzeit von 25 Jahren suchte Swissair mit der Formel, die Zinssätze periodisch den Marktbedingungen anzupassen. Bei der ersten Tranche wird der Zinssatz jeweils jährlich neu um ½ Prozentpunkt über dem Stand der Durchschnittsrendite eidgenössischer Obligationen am letzten Freitag im August festgesetzt. Bei der zweiten Tranche bleibt jedoch der Coupon von 5½% für die ersten 10 Jahre unverändert, hiernach wird für die restliche Laufzeit ebenfalls die variable Zinsklausel angewendet.

Im Auslandsektor konnte der Zinssatz im Berichtszeitraum für erste Adressen bis auf 5¼% zurückgenommen werden; der untere Couponbereich für Schweizerfranken anleihen ausländischer Schuldner lag somit im oberen Satzsbereich für inländische Titel. Gegen Ende der Berichtsperiode mußten aber auch im Auslandsbereich die Kurse zurückgenommen und die Zinssätze erhöht werden.

Im Gegensatz zum ersten und zweiten Quartal setzte das Direktorium – wie schon im Vorjahr – für das durch die traditionelle Sommeremissionspause verkürzte dritte Quartal einen Plafond von 2 Mrd Franken für Neugeld fest. Dadurch wollte man eine Überstrapazierung des Kapitalmarktes vermeiden. Mit fast 2,8 Mrd Franken fielen die Anmeldungen im Vergleich zu den beiden Vorquartalen außerordentlich hoch aus. An ihrer Sitzung vom 11. Juni 1980 kürzte die Emissionskommission den angemeldeten Neugeldbetrag um mehr als 350 Mio Franken. Ins Programm aufgenommen wurden 35 Anleihen mit 2059,4 Mio Franken Neugeld und 385,6 Mio Franken Konversionen.

Mit einem Anteil von 42,7% beanspruchten die Banken zum ersten Mal seit dem dritten Quartal 1979 weniger als die Hälfte des bewilligten Gesamtvolumens für Neugeld. Im ersten und zweiten Quartal beliefen sich deren Anteile auf 51,5% bzw. 58,8%, verglichen mit 63,9% im letzten Quartal 1979. Die von der Emissionskommission bei den Banken vorgenommenen Kürzungen betragen 18,9%, gegenüber 42,7% im dritten Quartal des Vorjahres. Es folgten die Gruppe «Industrie und Übrige» mit einem bewilligten Neugeldanteil von 27,4% (Kürzung 6,6%), die Eidgenossenschaft und der Energiesektor mit je 12,1% (beide 16,7%) sowie die Kantone mit 2,9% (13,7%) und die Gemeinden mit 2,7% (keine Kürzung).

Die Nationalbank war auch im Berichtsquartal bestrebt, durch kleinere Offenmarktkäufe und -verkäufe die Zinsentwicklung am Kapitalmarkt zu verstetigen. Ende Juni 1980 belief sich der Nominalwert des Bestandes eigener Wertschriften auf 1168,8 Mio Franken, verglichen mit 1197,8 Mio Franken per 31. März 1980 und 1070,5 Mio Franken Ende 1979.

Die Anpassung der Vergütungen auf Kassenobligationen folgte mit einer gewissen Verzögerung der Aufwärtsentwicklung der Kapitalmarktsätze. Die Kassenobligationensätze (12 Kantonalbanken) erhöhten sich von durchschnittlich 2,26% im Februar 1979 auf 5,13% im April 1980 und 4,77% im August 1980. Demgegenüber verharrte der Zinssatz für Spareinlagen (12 Kantonalbanken) vom Frühjahr 1979 an – trotz versiegendem Spargeldzufluß ab Sommer 1979 – während eines ganzen Jahres auf 2% und wurde erst im Frühling 1980 auf 2½% erhöht. Diese Zinserhöhung war von einer entsprechenden Hypothekarsatzsteigerung begleitet. Im Gegensatz zu anderen Aktivsätzen, die den allgemeinen Zinsauftriebenden früher angepaßt wurden, war der Hypothekarsatz nach der Reduktion von 4¼% auf 4% Mitte 1979 bis zur erwähnten Erhöhung auf 4½% im Frühjahr 1980 unverändert geblieben.

Anfangs Juni beschlossen die maßgebenden Banken, die Zinssätze für Spargelder und für I. Hypotheken auf den 1. September bzw. 1. Oktober 1980 zu erhöhen. Dank den Bemühungen der Nationalbank konnten diese Zinssatzerhöhungen, die zu einer beschleunigten Teuerung in diesem Jahr geführt hätten, hinausgeschoben werden. Im Einvernehmen mit der Nationalbank erließ Ende August die Bankiervereinigung eine Rahmenempfehlung, wonach die Satzanpassungen auf bestehenden Hypotheken im Wohnbausektor und auf landwirtschaftlichen Liegenschaften nicht vor dem 1. März 1981 erfolgen und im Ausmaß die frühestens auf den 1. Dezember 1980 anvisierte Erhöhung der Sparzinsen um mindestens ½% nicht übersteigen sollen. Dagegen können bei Neuhypotheken sowie auf sämtlichen Hypotheken für gewerbliche und industrielle Bauten bereits Satzsteigerungen auf den 1. Oktober 1980 vorgenommen werden. Davon werden jedoch wichtige Kantonalbanken keinen Gebrauch machen.

Im gleichen Zusammenhang beschlossen die Großbanken, mit Wirkung ab 26. August 1980 die Kassenob-

ligationensätze um ¼ Prozentpunkt auf 4½% für 3–4jährige, auf 4¾% für 5–6jährige sowie auf 5% für 7–8jährige Papiere zu reduzieren. Die meisten Kantonalbanken hatten ihre Vergütungen auf Kassenobligationen bereits anfangs Juni von 5% (3–4 Jahre) und 5¼% (5–8 Jahre) auf 4½% (3–4 Jahre), 4¾% (5–6 Jahre) und 5% (7–8 Jahre) zurückgenommen, gefolgt von einer geringeren Anpassung der Großbankensätze auf 4¼%, 5% und 5¼% Mitte Juli.

#### *Bewilligungspflichtiger Kapitalexport*

Die im März von den Emissionssyndikaten im Einvernehmen mit dem Direktorium beschlossene Beschränkung der Kapitalexporte konnte innert Monatsfrist aufgehoben werden. In den ersten acht Monaten des Jahres 1980 beliefen sich die bewilligungspflichtigen Kapitalexporte auf rund 14,2 Mrd Franken, was gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode eine Abnahme von rund 30% bedeutet. Dieser Verlauf ist zur Hauptsache darauf zurückzuführen, daß der Schweizerfranken als Verschuldungswährung an Attraktivität einbüßte; im Gegensatz zur Situation im Vorjahr sind in diesem Jahr die Zinssätze relativ hoch, und es bestehen kaum mehr Erwartungen auf eine Abschwächung des Schweizerfrankens.

Die Entwicklung in den einzelnen Kapitalexportkategorien verlief 1980 unterschiedlich. Während die Anleihen in den ersten acht Monaten mit rund 3,4 Mrd ungefähr auf der Vorjahreshöhe lagen, gingen die Notesemissionen um 30% (5,8 Mrd gegenüber 8,4 Mrd) zurück. Den stärksten Rückgang verzeichneten die Kredite mit 39% (5,0 Mrd verglichen mit 8,1 Mrd). Angesichts des großen Liquiditätsabbaus und der größer werdenden Länderrisiken überrascht diese Entwicklung nicht.

Am 1. September traten die überarbeiteten Kapitalexportbestimmungen in Kraft. Die Revision wurde vor rund anderthalb Jahren an die Hand genommen und mit den Banken laufend besprochen. Die neuen Vorschriften bringen Erleichterungen im Bereich der Notes. An deren Platzierung können sich fortan alle inländischen Banken beteiligen, und es wird ein beschränkter Sekundärmarkt zugelassen. Im Bereich der Kredite wurde versucht, die nationalen Vorschriften an die international üblichen Gegebenheiten anzupassen (z. B. Zulassung von Multiwährungsklauseln).

Ziel der Revision ist es auch, bessere Informationen über die internationale Rolle des Schweizerfrankens zu erhalten. Dies soll erreicht werden, indem man die Vorschriften abbaute, die zu einer Verlagerung der Schweizerfrankengeschäfte ins Ausland führten. Gemäß den neuen Bestimmungen sind nun Frankenanlagen ausländischer Banken und Zentralbanken in allen drei Kapitalexportkategorien möglich. Bisher konnten nur OPEC-Währungsbehörden gewisse Schweizerfrankenanlagen tätigen.



## 2. Die Entwicklung im realwirtschaftlichen Bereich

Mit der Konjunkturabschwächung im Ausland sind in einzelnen Bereichen der Exportwirtschaft die Erwartungen pessimistischer geworden. Unverändert optimistisch beurteilen dagegen die hauptsächlich inländorientierten Wirtschaftszweige die kurzfristigen Konjunkturaussichten. Die Bauindustrie wird zwar durch die Verknappung des Kreditangebots im nächsten Jahr betroffen werden; im laufenden Jahr wird sie jedoch voll ausgelastet sein und damit wesentlich zu einer guten Konjunkturlage beitragen.

Nach den Ergebnissen einer Umfrage zu schließen, werden die Arbeitsplätze von einer zunehmenden Zahl privater Haushalte als sicher beurteilt. Trotzdem ist man sich in bezug auf die Anschaffung dauerhafter Konsumgüter unschlüssiger geworden. Dies hängt mit den starken Preissteigerungen bei dieser Warenkategorie und der zusätzlichen Mietbelastung, bei praktisch konstantem Realeinkommen, zusammen. Insgesamt werden die Konjunkturaussichten etwas ungünstiger als im Frühjahr beurteilt. Bis Ende Jahr wird die gute Konjunkturlage sich jedoch kaum ändern.

### *Privater Konsum*

Die Kleinhandelsumsätze haben im zweiten Quartal wiederum deutlich zugenommen. Nominal lagen sie um 5,6% (1. Quartal 1980: 7,1%) und real um 0,8% (1,7%) über den entsprechenden Vorjahresumsätzen. Die Konsumgüterimporte haben sich innert Jahresfrist nominell um 16,6% (1. Quartal 1980/1. Quartal 1979: + 18,9%) und real um 1,1% (+ 7,0%) erhöht. Die Abschwächung vom ersten zum zweiten Quartal ist vor allem dem Import dauerhafter Konsumgüter, insbesondere von Wohnungseinrichtungen und von Personenaufomobilen zuzuschreiben. Die Konsumgüterimporte scheinen sich, allerdings auf einem sehr hohen Niveau, zu stabilisieren. Der volumenmäßige Zuwachs gegenüber dem Vorjahr von 1,1% im zweiten Quartal ist der geringste seit 1975.

Gemäß einer Umfrage des Instituts für Wirtschaftsforschung der ETH hat sich der Sammelindikator «Konsumentenstimmungsindex» seit dem letzten Sommer stark erhöht und im Mai 1980 den höchsten Wert seit der Rezession Mitte der siebziger Jahre erreicht. Der Index, der die Beurteilung der Sicherheit der Arbeitsplätze wiedergibt, hat im ersten und zweiten Quartal 1980 sogar ein höheres Niveau als 1973 erreicht. Diese Einschätzung der wirtschaftlichen Lage dürfte die Konsumnachfrage beleben. Sollten sich die Anzeichen einer konjunkturellen Abschwächung in nächster Zeit mehren, so könnten die Konsumenten aus Angst vor einer erneuten Rezession ihre Ausgaben einschränken.

### *Investitionstätigkeit*

Im zweiten Quartal stieg die Bautätigkeit nochmals an. Gemessen an den neubeanspruchten Baukrediten war die Produktionszunahme, wie im Vorquartal, im groß-

gewerblichen und industriellen Bau am stärksten (+ 53,8%), gefolgt vom allgemeinen Wohnungsbau (+ 31,5%) und dem Einfamilienhausbau (+ 27,6%). Allein im ersten Semester wurden für den Einfamilienhausbau Baukredite im Umfang von 1,7 Mrd Franken neu beansprucht. Dies entspricht einem Anteil von 2,2% am Brutto-sozialprodukt. Dieser Anteil stieg von 1,0% (1977) kontinuierlich auf 1,8% (1979) an.

Der Wohnungsbau in den Städten nahm nach einem Rückgang im ersten Quartal wiederum zu. Insgesamt sind in den Monaten April bis Juni in den 92 Städten 3094 (+ 9,1%) Wohnungen fertiggestellt worden. Die Zahl der erteilten Baubewilligungen belief sich auf 4233 (- 3,2%).

Sowohl der weitere Rückgang der Leerwohnungsziffer als auch die Neubewilligten Baukredite und die in den letzten Quartalen in 92 Städten erteilten Baubewilligungen deuten auf eine anhaltend gute Baukonjunktur in den kommenden Monaten hin. Die größeren Schwierigkeiten bei der Finanzierung von Bauprojekten seit dem ersten Semester werden erst in einigen Monaten die Bautätigkeit beeinflussen. Die verzögerte Hypothekarzins-erhöhung macht das Hypothekergeschäft weniger attraktiv. Dies zeigt sich auch daran, daß trotz der Hypothekarsatzerhöhung auf Anfang April bzw. Anfang Mai die Obligationenrendite nach wie vor über dem Hypothekarsatz liegt. Die Banken bringen deshalb vermehrt den gegenüber dem Hypothekarkredit um ungefähr 1 Prozentpunkt teureren Kredit «Feste Vorschüsse und Darlehen gegen hypothekarische Deckung» zur Anwendung. Diese Politik wie auch die für das nächste Frühjahr in Aussicht genommene Hypothekarsatzerhöhung werden nicht ohne Folgen für die Bauwirtschaft bleiben. Der Wohnungsbau wird aber auch dadurch gehemmt, daß die zunehmenden industriellen und großgewerblichen Bauinvestitionen immer mehr Kapazitäten der Bauindustrie absorbieren.

Der Bau von Einfamilienhäusern dürfte seinen Höhepunkt überschreiten, bevor die Hypothekarzins-erhöhung in Kraft tritt. In diese Richtung weisen die Wachstumsverlangsamung der Baukreditzusagen, die steigende Zahl von leerstehenden Einfamilienhäusern sowie gewisse spekulative Züge im Einfamilienhausbau. 82% der im Jahre 1979 neuerstellten Wohnungen entfielen auf Einfamilienhäuser; in den Jahren 1970-1975 betrug dieser Anteil 65%, zwischen 1960 und 1970 rund 60%.

Die Entwicklung der Baubewilligungen läßt vermuten, daß sich die regionalen Unterschiede im Wohnungsbau wieder verstärken werden. Die Bautätigkeit wird insbesondere in den Kantonen Zürich, Aargau, Genf, Basel-Stadt und Schaffhausen zunehmen. Obschon in den Kantonen Graubünden, Tessin, Waadt und Wallis die Leerwohnungsziffer seit einigen Jahren überdurchschnittlich hoch ist, was auf einem Überschußangebot an Ferienwohnungen und -häusern beruht, nimmt die Wohnbautätigkeit dort weiterhin zu. Ein Umschwung in den Erwartungen könnte zu einem spürbaren Rückgang in der Bauwirtschaft führen. Die regionalen Unterschiede

in der Bautätigkeit werden im nächsten Jahr durch die öffentlichen Bauaufträge noch verschärft werden.

### *Ausrüstungsinvestitionen*

Der anhaltende Zwang zur Anpassung der Wirtschaft an veränderte Nachfragestrukturen, der Engpaß im Personalsektor sowie die gesteigerte Kapazitätsauslastung, die beinahe das Niveau der Hochkonjunkturjahre erreicht hat, tragen zu einer weiteren Expansion der Investitionstätigkeit bei. Nach Schätzungen der Arbeitsgruppe für Wirtschaftsprognosen werden im laufenden Jahr die Ausrüstungsinvestitionen um real 8% (1979: +7,5%) zunehmen. Die Wachstumsrate der Investitionsgütereinfuhren betrug im zweiten Quartal real 14,4% und war damit tiefer als im Vorquartal (19,2%). Unter Ausklammerung der Flugzeugimporte (Tiger) entsprach die Zunahme allerdings ungefähr der Steigerung im ersten Quartal. Nominal nahm das Einfuhrvolumen gegenüber dem Vorquartal (2,4 Mrd Franken) nicht mehr zu.

### *Außenhandel*

Im zweiten Quartal des laufenden Jahres verlangsamte sich als Folge der abgeschwächten Auslandskonjunktur die Ausweitung des Außenhandels. Der Zuwachs der volumenmäßigen Ein- und Ausfuhren blieb hinter dem Vorquartal zurück.

Das Importwachstum ging, bereinigt um die Sondereinflüsse aus dem Handel mit Edelmetallen, Edelsteinen und Schmuck sowie Antiquitäten und Kunstgegenständen, von real 10,7% auf 8,3% zurück. Diese Abschwächung ist hauptsächlich auf die Wachstumsverlangsamung bei der Einfuhr von Rohstoffen und Halbfabrikaten und bei den Konsumgütern zurückzuführen. Im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode wurden im zweiten Quartal mehr Energieträger eingeführt.

Die Wachstumsrate der Exporte hat sich im zweiten Quartal gegenüber dem ersten halbiert und belief sich bereinigt um die Sondereinflüsse noch auf real 5,5%. Diese Abschwächung hängt mit der Rezession in der Automobilkonjunktur und dem dadurch bedingten Rückgang der Farbstoffexporte der chemischen Industrie zusammen. Auch einzelne Produkte der Textilindustrie wurden vom Ausland weniger nachgefragt. Dagegen nahmen die Ausfuhren in der Maschinenindustrie weit überdurchschnittlich zu, was für das Ende eines Konjunkturaufschwungs kennzeichnend ist.

Vom ersten zum zweiten Quartal ging der Preisauftrieb bei den Importen leicht zurück. Der Index der Mittelwerte lag im zweiten Quartal 14% über dem Vorjahresniveau (1. Quartal: 17,3%). Dabei ist zu berücksichtigen, daß die Preismittelwerte im Vorjahresquartal aufgrund der Erdölverteuerung sprunghaft angestiegen waren (sog. Basiseffekt). Die Exportpreismittelwerte lagen mit einer Zunahme von 5,1% innert Jahresfrist leicht über dem Wert des Vorquartals.

In den ersten sieben Monaten stieg das Defizit der Handelsbilanz auf 6,9 Mrd Franken an (Vorjahresperiode: -2,2 Mrd). Werden die Sonderbewegungen bei den Edelmetallen, Edelsteinen, Schmuck etc. ausgeschlossen, so resultiert ein Defizit von 5,6 Mrd Franken.

Aus der Verteuerung des Erdöls entstand eine zusätzliche Belastung der Handelsbilanz von ungefähr 1 Mrd Franken (ca. 0,6% des Bruttosozialprodukts). Zieht man die Sonderfaktoren in Betracht, entspricht dieses Defizit ungefähr dem für die gegenwärtige Konjunkturlage erwarteten Wert. Mit der prognostizierten Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit im nächsten Jahr dürfte sich der Passivsaldo 1981 verringern.

Mit der Verteuerung des Erdöls verringerte sich der Ausfuhrüberschuß der Schweiz in die OPEC-Staaten. Er betrug im ersten Semester 1980, trotz eines starken Anstiegs der Exporte, noch gut 0,5 Mrd Franken (1. Semester 1979: 0,8 Mrd). Seit der ersten großen Preiserhöhung für Erdöl von 1973/74 hatte sich die Handelsbilanz mit den OPEC-Staaten bis 1978 zunehmend aktiviert, u.a. dank der verstärkten Nachfrage vor allem nach schweizerischen Investitionsgütern. 1979 betrug der Überschuß 1,5 Mrd Franken (1978: 2,4 Mrd).

### *Tourismus*

Die schweizerische Hotellerie verzeichnete im zweiten Quartal gegenüber dem Vorjahr einen Anstieg der Zahl der Logiernächte von rund 18%. Es wurden etwa 7% mehr Übernachtungen von schweizerischen Gästen registriert. Die Zahl der Übernachtungen ausländischer Touristen nahm um 26% zu. Das schlechte Wetter scheint sich kaum auf die Frequenzen ausgewirkt zu haben. Die meisten Regionen erwarten eine gute Sommersaison (Monate Mai bis Oktober), einzelne sogar ein Rekordergebnis.

### *Ertragsbilanz*

Nach einer ersten Schätzung könnte die Ertragsbilanz im laufenden Jahr ein Defizit in der Größenordnung von rund 1 Mrd Franken aufweisen (1979: +4 Mrd). Dies ist hauptsächlich das Ergebnis der starken Passivierung der Handelsbilanz. Die höheren Kapitalerträge und Einnahmen aus dem Tourismus konnten die Verschlechterung der Handelsbilanz nur zu einem bescheidenen Teil kompensieren. Wegen der erwarteten Verbesserung der Handelsbilanz wird für 1981 eine Tendenzwende in der Entwicklung des Ertragsbilanzsaldos erwartet; dies widerspricht den neuesten Prognosen des OECD-Sekretariats, das für das nächste Jahr mit einer weiteren Verschlechterung der Ertragsbilanz rechnet.

### *Arbeitsmarkt*

Auf dem Arbeitsmarkt hat sich in den letzten Monaten die Lage kaum verändert. Die Beschäftigung nahm im zweiten Quartal sowohl in der Industrie als auch im Dienstleistungssektor deutlich zu. Dies beruht hauptsächlich auf dem Zuzug von ausländischen Arbeitskräften.

ten und der vermehrten Beschäftigung von Frauen. Die Arbeitslosigkeit ging weiter zurück, und die Arbeitslosenquote lag mit 0,2% in der Periode April bis Juli unter jener des ersten Quartals (0,3%). Die Zahl der gemeldeten Ganzarbeitslosen ging von 6443 (Ende April) auf 4714 (Ende Juli) zurück und die der Teilarbeitslosen von 2216 (Ende April) auf 1155 (Ende Juli).

### Preise

Auf der Großhandelsstufe schwächen sich die Preissteigerungen bei den Importwaren ab, was hauptsächlich durch die Konjunktorentwicklung bedingt ist. Die Teuerungsentwicklung bei den Inlandwaren im Großhandel und auf der Konsumstufe wird immer noch durch die Erdölpreissteigerungen vom vergangenen Jahr und die expansive Geldpolitik von Ende 1978 beeinflusst.

Die Jahresteuierung auf der Großhandelsstufe ging von 6,3% im Monat April auf 4,8% im Juli zurück. Noch ausgeprägter war der Preisrückgang bei den Importwaren (April 10,7%, Juni 4,4%, Juli 5,3% über dem entsprechenden Vorjahresstand). Diese Verlangsamung wurde hauptsächlich durch die traditionell stark auf Konjunkturschwankungen reagierenden Rohstoffpreise sowie durch einen statistischen Basiseffekt beeinflusst. Der Preisindex für Inlandwaren ging von 4,5% im April auf 4,3% (Mai) zurück und stieg in der Folge bis auf 4,7% (Juli).

Nachdem die Jahreszuwachsrate der Konsumentenpreise von 4,1% im April auf 3,3% in den Monaten Juni

und Juli gefallen war, stieg sie im August wiederum auf 4,2%. Dieser vorübergehende Rückgang ist lediglich auf einen Basiseffekt zurückzuführen, denn der Konsumentenpreisindex ist im laufenden Jahr ununterbrochen angestiegen und lag im August 1980 um 3,2% über dem Stand von Ende 1979 (entsprechend 4,8% auf Jahresbasis). Während der Teilindex «Heizung und Beleuchtung» im erwähnten Zeitraum rückläufig war, sind die Preise aller anderen Bedarfsgruppen angestiegen. Mehr als die Hälfte der Zunahme des Totalindex widerspiegelt die starken Preissteigerungen für Nahrungsmittel. Für die Verteuerung der Nahrungsmittel dürften vornehmlich die letztjährigen Erdölpreiserhöhungen verantwortlich sein, die eine Steigerung einzelner Kosten (Heizung von Treib- und Lagerhäusern, Transport, Verpackungsmaterial) bewirkten.

Das jüngste Absinken der Preise am freien Markt für Erdöl und Erdölprodukte unter die Kontraktpreise dürfte in den nächsten Monaten den Preisauftrieb bei den Importwaren weiter abschwächen. Bei den Inlandwaren könnte sich die Teuerung noch beschleunigen.

Um die Konsumteuerung Ende Jahr abzuschätzen, nehmen wir an, daß die durchschnittliche Teuerung der letzten vier Monate des Jahres mit Ausnahme der Mieten sich im Rahmen der gleichen Periode des Vorjahres bewegen wird. Im Gegensatz zum Vorjahr werden die Mieten in diesem Jahr als Folge der Hypothekarzins erhöhungen deutlich ansteigen. Unter diesen Annahmen wird der Konsumentenpreisindex Ende Dezember 1980 rund 4,5% über dem entsprechenden Vorjahreswert liegen.