

Bericht

des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank
über die Wirtschafts- und Währungslage
für die Sitzung des Bankrates vom 21. September 1979

A. Lage der Weltwirtschaft

1. Die konjunkturelle Entwicklung in den wichtigsten Industrieländern

Die konjunkturelle Lage der Weltwirtschaft hat sich im zweiten Quartal 1979 merklich verändert. Insgesamt herrscht zwar noch eine befriedigende Wirtschaftsaktivität, doch beginnt sich in einzelnen Ländern eine ungünstige Entwicklung abzuzeichnen. Insbesondere die Erdölpreissteigerungen sowie die Beschleunigung der Inflation haben zusätzliche Unsicherheitsmomente in die internationale Konjunkturszene gebracht.

In den *Vereinigten Staaten* mehren sich, nach vier Jahren der Expansion, die Anzeichen für eine konjunkturelle Abschwächung. Zwar lassen einzelne Indikatoren, wie beispielsweise die Industrieproduktion, noch keinen eindeutigen Trend erkennen. Der Sammelindex hat sich jedoch im zweiten Quartal um 1,7% gegenüber dem Vorquartal zurückgebildet. Der Zuwachs der Detailhandelsumsätze nimmt, vor allem infolge des Rückgangs der Automobilverkäufe, ab. Einer gestiegenen Lagerhaltung steht ein kleinerer Bestellungseingang in der Industrie gegenüber. Die Verlangsamung wird durch die Entwicklung des Bruttosozialproduktes bestätigt, das real und auf Jahresbasis gerechnet im zweiten Quartal um 2,4% zurückgegangen ist. Im Außenwirtschaftsbereich wirkt die starke Abwertung des Dollars noch nach, und das Ertragsbilanzdefizit hat sich seit dem ersten Semester 1978 innert Jahresfrist halbiert.

In den großen europäischen Ländern sowie in Japan hat sich der – vor allem von der inländischen Nachfrage getragene – Aufschwung im allgemeinen fortgesetzt. Die Zunahme der privaten Investitionen in der *Bundesrepublik* und die daraus resultierende, kräftige Belebung der deutschen Importe haben zur Konjunkturstimulierung in Europa beigetragen, ein Prozeß, der noch nicht abgeschlossen ist. Nach dem Rückgang der Arbeitslosenzahl von 875 000 im April auf 763 000 im Juni herrscht nach Meinung der deutschen Behörden nun praktisch Vollbeschäftigung. Der Auslastungsgrad der Produktionskapazitäten scheint sein langfristiges Niveau erreicht zu haben. Um die an der Inflationsfront erzielten Erfolge nicht aufs Spiel zu setzen, aber auch im Hinblick auf die Erdölpreiserhöhung, sahen sich die deutschen Behörden gezwungen, einen restriktiveren geldpolitischen Kurs zu steuern. Das offizielle Wachstumsziel für das Bruttosozialprodukt in der Größenordnung von 4% für das laufende Jahr wurde jedoch nicht revidiert. Mit dem Konjunkturaufschwung reduzierte sich der Ertragsbilanzüberschuß stark. Die Verteuerung des Erdöls trug zusätzlich zum Ausgleich bei.

Auch *Japan* weist ein erfreuliches Wirtschaftswachstum auf. Der Konjunkturaufschwung wird vor allem von der anhaltenden Expansion des privaten Konsums sowie von den Investitionen getragen. Wenn bei den japanischen Behörden auch nicht die Absicht besteht, das im OECD-Raum höchste Wachstumsziel von 6,3% zu modifizieren, so haben sie doch betont, daß die Preisstabilität vor der Konjunkturstimulierung Priorität genieße. In Japan gibt allerdings der Anstieg der Großhandelspreise Anlaß zu Besorgnis. Bei den Konsumgüterpreisen ist vorerst noch kein entsprechender Anstieg festzustellen. Die Entwicklung im außenwirtschaftlichen Bereich ist derjenigen der Bundesrepublik ähnlich. Die japanische Ertragsbilanz, die 1978 noch einen Überschuß von \$ 16,5 Mrd aufwies, könnte 1979 mit einem Defizit abschließen, das von der OECD auf ungefähr \$ 2 Mrd geschätzt wird.

In *Großbritannien* beginnt der mit der Präsentation eines neuen Budgets eingeleitete Kurswechsel zu wirken. Die Steuerreform und die Reduktion der öffentlichen Ausgaben als Angelpunkte des Budgets werden die konjunkturelle Entwicklung kurzfristig bremsen. Die massiv erhöhte Mehrwertsteuer wird für die Konsumenten stärker wiegen als die Entlastungen bei der Einkommenssteuer. Es wird aber auch mit einer Abschwächung der Investitionstätigkeit gerechnet. Bevor die neue Wirtschaftspolitik Früchte tragen kann, wird die britische Wirtschaft in den kommenden Monaten eher bescheidene Zuwachsraten aufweisen. Nur so wird die anhaltend starke Teuerung dauerhaft bekämpft werden können.

Die britische Wirtschaft wird einerseits durch die neue Ölpreishausse belastet. Andererseits erhöht die Nordseeölproduktion die Staatseinnahmen über zusätzlich anfallende «royalties» und Steuern und trägt so zur Sanierung der Staatsfinanzen bei. Die Staatseinnahmen aus dem Ölgeschäft werden für das laufende Fiskaljahr auf £ 1,6 Mrd geschätzt (i. V. £ 520 Mio) und sollen bis 1983/84 auf über £ 6 Mrd ansteigen.

In *Frankreich und Italien* hat sich im ersten Quartal die Konjunktur bei anhaltend hoher Inflation belebt. Im zweiten Quartal gab es jedoch Anzeichen einer Schwächeneigung, vor allem im Bereich der industriellen Produktion. Die französische Regierung hat sich trotz der nach wie vor prekären Beschäftigungslage zu einer konsequenten Stabilitätspolitik verpflichtet. Wenn dem so ist, wird eine zunehmend restriktivere Geld- und Fiskalpolitik in Rechnung zu stellen sein. Während Frankreich und Italien zur Zeit der ersten Ölkrise beträchtliche Ertragsbilanzdefizite verzeichneten, weisen die beiden Länder heute Überschüsse aus. Insbesondere im Falle Frankreichs ist zu befürchten, daß die Ölpreissteigerung auf längere Frist das vorteilhafte Bild erneut trüben wird.

2. Die Wirtschaftsaussichten für den OECD-Raum

Der Konjunkturaufschwung in der Weltwirtschaft, der Ende 1978 einsetzte, ist durch die Erdölpreiserhöhungen gefährdet. Diese werden das internationale Konjunkturklima verschlechtern, das Wirtschaftswachstum bremsen, die Teuerung verstärken, die Arbeitslosigkeit erhöhen und die Zahlungsbilanzungleichgewichte vergrößern. In einigen Ländern wird es in Anbetracht dieser Entwicklung schwierig sein, den restriktiven Kurs der Geldpolitik beizubehalten.

Der offizielle Erdölpreis, der gegenwärtig zwischen \$ 18 und \$ 23,50 schwanken kann, betrug Mitte Juli im Durchschnitt \$ 20. Das ergibt im Vergleich zu 1978 einen Anstieg in der Größenordnung von rund 60%. Wenn der Erdölpreis nun konstant bleibt, wird sich die Erdölrechnung der Industrieländer für 1979 um ungefähr 35% erhöhen. Im Vergleich zur Vervierfachung der Erdölpreise 1973/74 scheint diese Preiserhöhung bescheiden.

Das OECD-Sekretariat hat seine Wirtschaftsprognosen nach unten revidiert. So wurde die für die OECD-Länder für den Zeitraum vom ersten Halbjahr 1979 bis zum ersten Halbjahr 1980 prognostizierte Wachstumsrate des realen Bruttoinlandsprodukts von 2 ¾% auf 2% korrigiert.

Die Inflation, gemessen am Deflator des Bruttoinlandsproduktes oder am Konsumentenpreisindex, wird um rund einen Prozentpunkt höher veranschlagt und dürfte im zweiten Semester 1979 eine Jahresrate von 10 ½% erreichen. Für das erste Semester 1980 wurde sie auf 9 ½% prognostiziert. Dabei ging das OECD-Sekretariat von der Annahme aus, die Ölpreiserhöhung würde nicht vollständig über eine Lohnerhöhung abgegolten.

Die Bekämpfung der Inflation wird mit einer Erhöhung der Arbeitslosigkeit verbunden sein. Im ersten Halbjahr 1980 dürfte die Arbeitslosenrate den vom OECD-Sekretariat vor den OPEC-Beschlüssen vom Juni geschätzten Wert von 5 ½% (6 ½% für die USA) übersteigen.

Die Ertragsbilanzen der OECD-Länder präsentierten sich 1978 vorteilhafter als erwartet. Inzwischen ist jedoch eine Umkehr der Entwicklung eingetreten, und in den ersten Monaten des Jahres 1979 waren zahlreiche Bilanzen wieder defizitär. Anfangs Juni prognostizierte das OECD-Sekretariat ein Defizit in der Größenordnung von \$ 20 Mrd (auf Jahresbasis) für die zweite Hälfte von 1979 und eine leichte Verbesserung in der ersten Hälfte von 1980. Nach den neuesten OPEC-Beschlüssen dürfte das Defizit in den nächsten sechs Monaten in die Nähe von \$ 50 Mrd zu liegen kommen und für das erste Semester 1980 auf \$ 35-40 Mrd zurückgehen. Zu diesem Defizit werden die Mitgliedländer ungleich beitragen. Die Defizite Japans, der Bundesrepublik und Frankreichs dürften relativ gering ausfallen. Für die Vereinigten Staaten prognostiziert die OECD einen Rückgang des Defizits auf \$ 10 bis 15 Mrd. Demgegenüber erwarten amerikanische Regierungsvertreter einen Ertragsbilanzüberschuß. Kleine Überschüsse aufweisen dürften Großbritannien wegen der Ölproduktion und Italien, das im letzten Jahr eine bemerkenswerte Überschussposition erreichte.

Die Maßnahmen zur Einsparung von Energie und zur Verhinderung einer neuen Inflationsspirale werden die Gesamtnachfrage beeinflussen. Um zu vermeiden, daß die Verbindung von starker Nachfragedrosselung und Wiederaufleben der Inflation in eine neue Rezession ausmündet, haben sich die westlichen Industrieländer verpflichtet, den Erdölkonsum um mindestens 5% zu senken und bis 1985 ihre Einfuhren zu stabilisieren. Gleichzeitig soll die Entwicklung alternativer Energien vorangetrieben werden.

3. Die internationale Währungslage

Die Lage auf den Devisenmärkten war auch im zweiten Quartal 1979 ruhig. Große Kursausschläge blieben die Ausnahme. Die relative Stabilität auf den Devisenmärkten erklärt sich vor allem durch die folgenden zwei Tatbestände: Erstens haben die Devisentransaktionen zahlreicher Notenbanken gezeigt, daß wirtschaftlich ungeechnete Wechselkursbewegungen nicht mehr zugelassen werden. Heute muß der Devisenhandel damit rechnen, daß eine Notenbank eine unerwünschte Kursbewegung durch umfangreiche Interventionen wieder rückgängig macht. Deshalb wird bei Devisenspekulationen mehr Zurückhaltung geübt. Zweitens haben die Devisenkäufe der Zentralbanken der Hartwährungsländer vom letzten Herbst zu einer Ausweitung ihres Geldangebots geführt. Für den Devisenhandel ist es deshalb schwieriger geworden, die künftige Politik der Hartwährungsländer zu prognostizieren. Insbesondere kann nicht mehr eindeutig entschieden werden, ob diese Länder der Wechselkursstabilität oder der Preisstabilität Priorität beimessen.

Im Kursverlauf der amerikanischen Währung trat Anfang Juni eine Wende ein. Nachdem der Wert des Dollars in den ersten fünf Monaten des Jahres auf handelsgewichteter Basis um rund 2% gestiegen war, fiel er von Anfang Juni bis zum 17. August um rund 2%. Der Kursfall des Dollars von Anfang Juni bis zum 17. August betrug gegenüber dem britischen Pfund 6%, gegenüber der Deutschen Mark und dem Schweizerfranken 4% und gegenüber dem Yen 2%. Die Erhöhung des amerikanischen Diskontsatzes Ende Juli und Mitte August sowie die gezielten Devisenmarktinterventionen einiger Zentralbanken haben ein noch stärkeres Absinken der amerikanischen Währung verhindert.

Tabelle 1:

Veränderungen in %	nominal		real ¹⁾
	Okt. 78 bis 17. Aug. 79	Okt. 78 bis Juli 79	1973 bis Juli 79
US-Dollar	+ 2,4	+ 2,0	- 6,2
Yen	-15,5	-17,4	- 3,3
Schweizerfranken	- 7,5	-16,4	+ 7,5
Deutsche Mark	+ 1,0	- 0,3	+ 4,1
Franz. Franken	- 1,3	+ 0,3	- 2,2
Lira	- 0,5	+ 1,7	- 5,7
Brit. Pfund	+12,5	+20,5	+26,9

¹⁾ bereinigt mit den Großhandelspreisen

Die jüngste Kursschwäche des Dollars dürfte durch die im internationalen Vergleich eher expansive amerikanische Geldpolitik ausgelöst worden sein. In zahlreichen westeuropäischen Ländern und in Japan sind die Geldmarktsätze seit Jahresbeginn gestiegen, dagegen in den Vereinigten Staaten während einigen Monaten gesunken. Die abnehmenden Zinsdifferenzen und erneute Zweifel am Willen zur Inflationsbekämpfung könnten ebenfalls Ursache des jüngsten Dollarkursfalls gewesen sein. Ob der Wechsel an der Spitze des amerikanischen Zentralbankensystems mit einer Änderung der Geldpolitik verbunden sein wird, bleibt abzuwarten.

Den stärksten Kursanstieg verzeichnete seit Frühjahr dieses Jahres wiederum das britische Pfund. Von Oktober 1978 bis zum 17. August 1979 ist der Kurs der britischen Währung handelsgewichtet um rund 13% gestiegen. Dazu dürften die restriktive Geldpolitik sowie das hohe Zinsniveau in Großbritannien und die vergleichsweise geringe Importabhängigkeit beim Erdöl beigetragen haben.

Mit rund 16% erlitt der Yen handelsgewichtet die stärkste Kursentwertung in der Zeit von Oktober 1978 bis zum 17. August 1979. Der Schweizerfranken büßte in dieser Zeit rund 8% an Wert ein. Der Kursfall des Yen wird im wesentlichen mit der Entwicklung der Ertragsbilanz und der starken Ölimportabhängigkeit in Verbindung gebracht.

Da der Kurs der Deutschen Mark im vergangenen Herbst wesentlich weniger stark gestiegen war als derjenige der beiden anderen Hartwährungen, blieb eine Kurskorrektur in diesem Frühjahr aus. Von Oktober 1978 bis zum 17. August 1979 verbesserte sich der Kurs der Deutschen Mark handelsgewichtet um 1%. Einen eher ruhigen Kursverlauf nahm seit Oktober 1978 auch der französische Franken und die italienische Lira. Die Kurse dieser Währungen lagen am 17. August 1979 rund 1% unter den Oktoberwerten.

Der reale Wechselkurs, der oft als Maß für die Beurteilung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit verwendet wird, folgte seit Oktober in den meisten Industrieländern dem Verlauf des nominalen Wechselkurses. In Japan und der Schweiz ist der reale Wechselkurs seit Oktober stark gefallen. Dadurch verbesserte sich die Wettbewerbsfähigkeit dieser Länder (siehe Tabelle 1). Die erwartete Korrektur der Kursausschläge ist somit eingetreten. Die stärkste Einbuße an Wettbewerbsfähigkeit erlitt als Folge der Pfundaufwertung die britische Wirtschaft.

Da vor allem die längerfristige Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit von Interesse ist, sind in Tabelle 1 auch die Veränderungen der realen Wechselkurse seit der Einführung flexibler Wechselkurse wiedergegeben. Wenn man vom starken realen Kursanstieg des britischen Pfundes absieht, ist der reale Wechselkurs des Schweizerfrankens mit rund 8% am stärksten gestiegen. Der reale Wechselkurs ist aber nur einer unter vielen Indikatoren zur Beurteilung der Wettbewerbsfähigkeit. Deshalb

darf dem numerischen Wert dieses Indikators kein allzu großes Gewicht beigemessen werden.

Trotz weitverbreiteter Befürchtungen sind im Europäischen Währungssystem während der ersten fünf Monate seines Bestehens keine Spannungen aufgetreten, die Leitkursänderungen erforderlich gemacht hätten. Die Kurse des belgischen Frankens und der dänischen Krone erreichten verschiedentlich die untere Divergenzschwelle. Die belgischen Behörden erhöhten zur Verteidigung ihrer Währung mehrmals den Diskontsatz, intervenierten am Devisenmarkt und kündigten Maßnahmen zur Senkung des Budgetdefizits an. Der Kurs der dänischen Krone, der sich im Frühjahr noch im oberen Bandbreitenbereich bewegt hatte, erreichte Anfang Juni die untere Divergenzschwelle. Zur Vermeidung eines weiteren Kursfalls wurden in Dänemark der Diskontsatz erhöht und Devisenmarktinterventionen getätigt.

4. Die monetäre Entwicklung

In zahlreichen Industrieländern wurde im vergangenen halben Jahr mit Diskontsatzserhöhungen eine Phase restriktiver Geldpolitik eingeleitet. Damit sollen die als Folge der Erdölpreiserhöhungen und der expansiven Geldpolitik im vergangenen Jahr neu aufgekommenen Inflationsimpulse unterdrückt werden.

Die Beurteilung der amerikanischen Geldpolitik ist nach wie vor schwierig, da die als Folge gesetzlicher Vorschriften, insbesondere wegen des Verzinsungsverbots für Sichtguthaben, entstandenen Geldsubstitute die Bedeutung der monetären Größen, vor allem der Geldmenge M_1 , verändert haben.

Im zweiten Quartal 1979 scheint die Geldpolitik wieder expansiver geworden zu sein. Die Zuwachsrate (in Prozenten gegenüber dem Vorquartal auf Jahresbasis) der Geldmenge im engeren Sinne erhöhte sich von 4,3% im ersten auf 9,1% im zweiten Quartal.

In den letzten Wochen scheint ein erneuter Kurswechsel stattgefunden zu haben. Der neu gewählte Leiter des amerikanischen Zentralbankensystems hat angesichts einer Inflationsrate von rund 13% zu vermehrter monetärer Disziplin aufgerufen und die Preisstabilität trotz der rezessiven wirtschaftlichen Entwicklung als wichtigstes Ziel der Geldpolitik bezeichnet. Mit der Diskontsatzserhöhung Mitte September auf den Rekordstand von 11% wurde dieser Ankündigung Nachdruck verliehen.

Auch in Großbritannien ist die Inflation das Hauptproblem der Geldpolitik. Im Juni stiegen die Lebenshaltungskosten mit einer Jahresrate von 11,4%. Seit verganginem Herbst hat sich somit der Inflationsrhythmus merklich beschleunigt.

Die Bank of England versucht, durch eine restriktive Geldpolitik die Inflationstendenzen einzudämmen. Gleichzeitig ist sie bestrebt, eine allzu starke Aufwertung des britischen Pfundes zu verhindern. Seit Ende des vergan-

genen Jahres wurde der Diskontsatz in drei Schritten auf 14% erhöht. Die Reduktion des Zielbereiches für das Wachstum der Geldmenge M_3 für die Periode Juni 1979 bis Juni 1980 kann nicht als restriktive Maßnahme ausgelegt werden, da das neue Zielband von 7% bis 11% von einem höheren Basiswert ausging als das bisherige Zielband von 8% bis 12%.

Der Nachfrage nach Pfund-Sterling begegnete die englische Notenbank nur zum Teil mit einer Erhöhung des Pfundangebots. Sie möchte vermeiden, durch eine massive Ausdehnung der monetären Basis die interne Stabilität zu gefährden. Zur Linderung des Aufwertungsdrucks wurden verschiedene Kapitalexportbeschränkungen aufgehoben, bisher ohne erkennbare Wirkung. Als Folge der restriktiveren Geldpolitik in zahlreichen anderen Industrieländern könnte sich in nächster Zeit das Zinsdifferential gegenüber England verkleinern. Der zinsinduzierte Kapitalimport könnte zurückgehen und der Aufwertungsdruck nachlassen.

In Erwartung des wirtschaftlichen Aufschwungs und einer Zunahme der Inflation in der *Bundesrepublik Deutschland* hatte die Deutsche Bundesbank bereits Ende des vergangenen Jahres einen etwas restriktiveren geldpolitischen Kurs eingeschlagen. Dies äußerte sich in einer Erhöhung der Refinanzierungskosten. Der offizielle Diskontsatz wurde Anfang Juli auf 5% und der Lombardsatz auf 6% erhöht. Die Wachstumsrate der Geldmenge M_1 fiel von 14,3% im Dezember 1978 auf 8,2% im Juni 1979 (prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahresmonat). Der starke Zinsanstieg bewirkte vorerst nur eine Umlagerung von Sicht- auf Termineinlagen. Die Wachstumsrate der Geldmenge M_2 verharnte deshalb bei 13,1%. Die Erhöhung der Liquidität, die infolge der Dollarkäufe der Bundesbank zur Stützung der amerikanischen Währung eintrat, brachte den Zinsauftrieb in Deutschland vorübergehend zum Stillstand.

In *Frankreich* lag das Preisniveau in den ersten vier Monaten um rund 10% über dem Vorjahresstand, wobei sich der Erdölpreisanstieg in dieser Periode erst beschränkt auf das interne Preisniveau auswirkte. Für das laufende Jahr wird mit einer Erhöhung der Lebenshaltungskosten um etwa 11% gerechnet. Das Erreichen einer Inflationsrate von unter 10% würde bereits als Erfolg gewertet.

Die französische Notenbank will 1979 die Geldmenge M_2 um 11% wachsen lassen. In den zwei vorangegangenen Jahren hatte die Geldmenge M_2 um rund 12% zugenommen. Gleichzeitig sollte die Inflationsrate 8% nicht übersteigen und sollten die Zinssätze über der Inflationsrate liegen. Von diesen drei Zielen konnte im laufenden Jahr noch keines realisiert werden.

Die Zunahme der Geldmenge M_2 lag vielmehr im Februar mit 13,4% über dem gesteckten Jahresziel von 11%. Seither wurde die monetäre Basis durch Devisenverkäufe zur Stabilisierung des Wechselkurses abgebaut. Zur Verteidigung ihrer Währung hat die Banque de France die kurzfristigen Zinssätze von knapp 7% im Januar auf rund 10% im Juni ansteigen lassen. Dieser Zinsanstieg wird

die monetären Aggregate in den kommenden Monaten beeinflussen.

In *Japan* hat sich die Teuerung in den letzten Monaten stark beschleunigt. Die Großhandelspreise lagen im Juli um 8,3% über dem Vorjahreswert. In jüngster Zeit sind die langfristigen Zinssätze in Japan stärker gestiegen als die kurzfristigen. Dies könnte ein Indiz für zunehmende langfristige Inflationserwartungen in der japanischen Wirtschaft sein.

Um die Inflation in den Griff zu bekommen, hat sich die Bank von Japan für eine restriktivere Geldpolitik entschieden. Ende Juli wurde der offizielle Diskontsatz bereits zum zweiten Mal in diesem Jahr erhöht und beträgt nun 5¼%. Dadurch hofft man, das Wachstum der Geldmenge M_1 unter Kontrolle zu bringen.

Die Geldpolitik der meisten Länder ist somit restriktiv. Diese Parallellität in der Geldpolitik läßt für die nahe Zukunft eine Verlangsamung der wirtschaftlichen Entwicklung in den meisten Industrieländern erwarten.

5. Die Entwicklung der öffentlichen Haushalte

Treffen die Annahmen über eine Abschwächung des Wirtschaftswachstums und eine Zunahme der Arbeitslosigkeit in den OECD-Ländern zu, dann kann damit gerechnet werden, daß zahlreiche Länder versuchen werden, durch eine antizyklische Fiskalpolitik den Wirtschaftsaufschwung wieder in Gang zu setzen. Der Spielraum, der dabei einem Land zur Verfügung steht, wird nicht zuletzt vom Ausmaß der bisherigen Haushaltsdefizite bestimmt. Dies ist der eine Grund, weshalb im folgenden kurz auf die Entwicklung der öffentlichen Haushalte eingegangen wird. Der andere Grund liegt im möglichen Zusammenhang zwischen den Finanzierungsbedürfnissen der öffentlichen Hand und der Geldpolitik.

Die Haushaltsdefizite der meisten Industrieländer wiesen nach einem vorübergehenden Rückgang in den Jahren 1976 und 1977 wieder eine steigende Tendenz auf. Eine Ausnahme bilden die *Vereinigten Staaten*. Die für 1980 angestrebte Reduktion des Budgetdefizits auf unter 30 Mrd Dollar ist das Resultat eines Stimmungsumschwungs in der Bevölkerung und eines Versuchs der Behörden, einen Beitrag zur Inflationsbekämpfung zu leisten. Ob es der amerikanischen Regierung gelingt, ihre Politik der Ausgabendrosselung konsequent fortzusetzen und die Budgetziele – vor allem für 1980 – zu erreichen, hängt nicht zuletzt vom Ausmaß der sich abzeichnenden Rezession ab. Schwächt sich die Wirtschaftsaktivität stärker als erwartet ab, so werden sich die Einnahmenschätzungen für das laufende und das kommende Fiskaljahr als zu hoch herausstellen. Die Ausgaben könnten dagegen wesentlich über den festgelegten Plafond ansteigen.

Anfangs August hat sich der amerikanische Präsident für eine Fortsetzung der restriktiven Fiskal- und Geldpolitik ausgesprochen und betont, die Wirtschaftslage erfordere keine wirtschaftspolitische Kursänderung. Vor-

läufig hat auch die Budgetkommission des Senats auf einen Einbezug steuerlicher Stimulierungsmaßnahmen in die Budgetplanung verzichtet. Es ist jedoch unsicher, ob sich diese Haltung auch bei höherer Arbeitslosigkeit durchzusetzen vermag.

Nachdem in der *Bundesrepublik* die Konjunkturflaute von 1976/77 und die darauf zurückzuführenden Stimulierungsmaßnahmen sowie die Steuer- und Kindergelderreform die öffentliche Verschuldung massiv ansteigen ließen, hätte der Konjunkturaufschwung von 1979 eine durchaus tragfähige Basis für die Konsolidierung des öffentlichen Haushaltes abgeben können. Die 1977 und 1978 beschlossenen Steuerentlastungen haben aber eine wesentliche Reduktion des Defizits verhindert. Im Budget für 1980 ist eine Ausgabensteigerung von rund 5% vorgesehen. Der Bundesfinanzminister hat angedeutet, daß er die konjunkturbedingten Steuermehreinnahmen zu einer weiteren Senkung der Kreditaufnahme benutzen werde.

Eine Abschwächung der Konjunktur könnte aber die deutsche Regierung veranlassen, das fiskalpolitische Instrumentarium in expansivem Sinne einzusetzen, dies vor allem im Wahljahr 1980. Neue Einkommenssteuersenkungen sind für 1981 bereits in Aussicht genommen worden. Die Mehrbelastung durch die angekündigte Förderung von Energiespar- und -substitutionsprogrammen in «ungewöhnlicher Größenordnung» wird einen Finanzbedarf auslösen, der wahrscheinlich nur über eine maßgebliche Beteiligung der öffentlichen Hand befriedigt werden kann.

In *Japan* steht das Budget für 1979 im Zeichen einer Reduktion des hohen Defizits, das auf 40% der Staatsausgaben geschätzt wird. Die für das Fiskaljahr 1979 vorgesehene Ausgabensteigerung von 12,6% ist die geringste seit 14 Jahren. Um die konjunkturelle Erholung abzusichern, sind jedoch die geplanten Ausgaben für öffentliche Projekte und für die Schaffung von Arbeitsplätzen überdurchschnittlich erhöht worden. Für 1980 ist ein Ausgabenwachstum von 9,8% geplant.

Das Budgetdefizit wird weitgehend durch die Emission von Staatsobligationen gedeckt. Der mit der massiven Verschuldung verbundene Zinsendienst absorbiert nun bereits über 10% der gesamten Ausgaben. Um die Situation zu verbessern, plant die Regierung für das Fiskaljahr 1980/81 die Einführung einer neuen Verbrauchssteuer.

In *Großbritannien* wurden die geplanten Staatsausgaben von der neuen Regierung um rund £ 3 Mrd gekürzt. Damit soll das Budgetdefizit in einem tragbaren Rahmen gehalten und die Durchführung einer restriktiven Geldpolitik erleichtert werden. Die Kreditaufnahme der Regierung war allerdings im zweiten Quartal des laufenden Fiskaljahres um 54,2% höher als in der Vorjahresperiode. Für 1979/80 war mit einem Anstieg von 18,8% gerechnet worden. Die Regierung beabsichtigt, die Staatsausgaben (preisbereinigt) auf dem Stand von 1978/79 zu stabilisieren. Damit hofft man, die Zinssätze zu senken und die Finanzierungsbedingungen der privaten Unternehmungen zu verbessern.

In *Frankreich* wird der ursprünglich auf drei Jahre angelegte Sanierungsplan für den öffentlichen Haushalt auf unbestimmte Zeit verlängert. Die Erhöhung der Sozialversicherungsprämien um 1 Prozentpunkt ab August 1979 (befristet auf 18 Monate, d.h. bis kurz vor der Präsidentschaftswahl) soll den astronomischen Defiziten der Sozialversicherung (1978: FF 10 Mrd, Schätzung für 1979: FF 4 Mrd) ein Ende bereiten.

Trotz Fortsetzung bzw. Intensivierung der Inflationsbekämpfung soll Frankreich eine Rezession erspart werden. Nachdem bereits im April eine Reihe von Investitionsförderungsmaßnahmen beschlossen worden war, wurden für September weitere Stützungsmaßnahmen angekündigt (Baugewerbe und öffentliche Bauten, «massive» Investitionen der öffentlichen Betriebe). Das in Ausarbeitung stehende Budget für das nächste Jahr wird in hohem Maße konjunkturstützend sein und nach Barre ein «signifikantes» Defizit ausweisen.

In *Italien* sollen im Rahmen des anfangs dieses Jahres angekündigten Dreijahresplanes das Defizit der laufenden Ausgaben (in % des BIP) reduziert und gleichzeitig die Kapitalausgaben gesteigert werden. Höhere Einnahmen sowie eine Drosselung des Wachstums der Transferzahlungen sollen das Wachstum des Kreditbedarfs des öffentlichen Sektors reduzieren. Zudem wurde der Indexmechanismus für die Anpassung der Renten geändert und versucht, das Ausgabenwachstum der Gebietskörperschaften zu begrenzen.

Zusammenfassend ist festzustellen, daß der fiskalpolitische Spielraum zur Konjunkturbelebung in vielen Ländern ausgeschöpft ist.

B. Schweizerische Konjunkturlage

1. Privater Konsum

Der Anstieg der nominellen Kleinhandelsumsätze betrug im zweiten Quartal gegenüber dem Vorjahr 1,9%. Nachdem die preisbereinigten (realen) Kleinhandelsumsätze im ersten Vierteljahr noch etwas über dem Vorjahresniveau lagen, wurde für das zweite Quartal eine Umsatzabnahme von 2,5% ausgewiesen.

Im Juli bewegte sich der Rückgang der realen Kleinhandelsumsätze gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode mit 5,7% in der Höhe des Vormonats (Juni 1979/78: -5,6%).

Diese Entwicklung überrascht, denn der Rückgang der preisbereinigten Detailhandelsumsätze paßt nicht mit dem gegenwärtigen Konjunkturaufschwung, den Lohn-erhöhungen und der Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt zusammen. Auch die weiterhin starke Zunahme der Einfuhren von dauerhaften Konsumgütern (vor allem Automobilen und Wohnungseinrichtungen) läßt keine Abschwächung des privaten Konsums vermuten.

Der Widerspruch zwischen dem allgemeinen Konjunkturtrend und dem Verlauf der preisbereinigten Detailhan-

delsumsätze hängt mit der Entwicklung des ausländischen Tourismus in der Schweiz, den Erdölpreiserhöhungen und Problemen der Indexberechnung zusammen.

Nach den bisher vorliegenden Informationen blieb die Zahl der ausländischen Gäste in diesem Jahr weit hinter den Erwartungen zurück. Im ersten Semester besuchten rund 16% weniger Ausländer als in der entsprechenden Vorjahresperiode die Schweiz. Auch der erste Monat des zweiten Semesters weist mit einem Rückgang von 15% gegenüber dem Vorjahresmonat nicht auf eine Trendwende hin. Da ausländische Touristen im allgemeinen als recht kauffreudig gelten, trug deren Ausbleiben zu einer Abschwächung des Konsums bei.

Die preisbedingte Zurückhaltung der Heizölbezügler – bis anfangs August 1979 sind rund 25% weniger Heizöl an die Endverbraucher geliefert worden als in den ersten sieben Monaten des Vorjahres – hat sich in einer Verringerung der Detailhandelsumsätze niedergeschlagen. Dieser spekulative Rückgang der Heizölkäufe dürfte im zweiten Halbjahr durch vermehrte Käufe mindestens teilweise kompensiert werden.

Jüngste Schätzungen der Erdölvereinigung lassen einen leichten Rückgang des Auslieferungsdefizits von Heizöl (extra leicht) auf der Großhandelsstufe von 1 Mio Tonnen (Januar bis Juli 1979) auf 900 000 Tonnen (Januar bis August 1979) gegenüber den entsprechenden Vorjahresperioden vermuten. Der Bestellungseingang in der ersten Septemberhälfte wird allerdings erneut als schleppend bezeichnet. Es wird darauf hingewiesen, daß vor allem Großkonsumenten (Gemeinden und Industrie) Zurückhaltung bei der Heizölbeschaffung üben; diese Gruppe von Bezüglern hat schon bisher während des ganzen Jahres laufend – und nicht nur einmal im Frühjahr – eingekauft, scheint aber in letzter Zeit mit geringeren Heizölbeständen zu arbeiten. Aus diesem Grunde ist es durchaus denkbar, daß je nach Preiserwartungen und klimatischen Verhältnissen bis Ende Jahr eine halbe Million Tonnen weniger Heizöl ausgeliefert werden wird als im Jahre 1978. Es darf also nicht ohne weiteres davon ausgegangen werden, daß der heutige Lieferrückstand bis Ende Jahr voll aufgeholt sein wird. Die Branche rechnet denn auch bereits heute mit einem volumenmäßig um 4–5% geringeren Heizölabsatz für das ganze Jahr 1979 verglichen mit dem Vorjahr. Ein früher Wintereinbruch oder weitere Preiserhöhungen für Erdöl könnten allerdings eine generelle Revision dieser Absatzerwartungen in die eine oder andere Richtung notwendig machen.

Der dritte Grund für die Abnahme der realen Umsätze ist statistischer Natur. Die Preisbereinigung der Kleinhandelsumsätze erfolgt mit Hilfe des Konsumentenpreisindex. Die Gewichtung der einzelnen Preise dieses Index wird nicht laufend der Zusammensetzung der effektiven Umsätze angepaßt. Wenn nun, wie dies in den letzten Monaten der Fall war, die Umsätze des Heizöls bei extrem großen Preiserhöhungen stark zurückgehen, so erhält bei dieser Art der Preisbereinigung der Erdölpreis im Index ein zu starkes Gewicht. Dies hat zur Folge, daß die realen Umsätze unterschätzt werden.

Während die mit der Erdölpreiserhöhung verbundenen negativen Einflüsse auf die preisbereinigten Umsätze in den nächsten Monaten zumindest teilweise kompensiert werden, dürfte die Wirkung des rückläufigen ausländischen Tourismus in der Schweiz auch künftig anhalten. Insgesamt dürften die positiven Faktoren jedoch überwiegen, so daß in der zweiten Jahreshälfte der reale Konsum wieder leicht zunehmen wird.

Diese kurze Analyse der jüngsten Konsumententwicklung zeigt, daß eine undifferenzierte Interpretation von Wachstumsraten zu falschen Schlußfolgerungen führen kann. Deutet die Abnahme der preisbereinigten Detailhandelsumsätze auf den ersten Blick auf eine rückläufige Entwicklung im Detailhandel hin, so zeigt eine eingehendere Betrachtung ein etwas positiveres Bild, das im großen und ganzen mit der allgemeinen Konjunkturlage übereinstimmt.

2. Bauwirtschaft

Der Aufschwung im Baugewerbe hält an. Die günstigen Finanzierungsbedingungen finden ihren Niederschlag in einer deutlichen Zunahme der Bauproduktion. Angesichts der regionalen Unterschiede im Konjunkturverlauf und in den Leerwohnungsbeständen überrascht es nicht, daß die Erholung im Baugewerbe unterschiedlich ausfällt. Nachdem im letzten Jahr vor allem wenig industrialisierte Kantone (z.B. Uri, Glarus, Appenzell und Thurgau) noch eine schleppende Baukonjunktur aufwiesen, ist der Aufschwung in der Bauwirtschaft nunmehr auch auf diese Kantone mit Ausnahme des Kantons Uri übergesprungen. Aufgrund der gemeldeten Bauvorhaben wird auch in den Kantonen Neuenburg und Basel-Stadt keine Belebung der Bautätigkeit festgestellt. In allen übrigen Kantonen dagegen haben die für dieses Jahr gemeldeten Bauvorhaben gegenüber 1978 zugenommen.

Nach wie vor bildet der Wohnungsbau die stärkste Stütze der Baukonjunktur. Es ist jedoch nicht zu übersehen, daß in jüngster Zeit auch die öffentlichen Bauaufträge und die Produktion im Tiefbau deutlich zugenommen haben. Zudem werden beeindruckende Zuwachsraten der Bautätigkeit aus dem großgewerblichen und industriellen Bereich gemeldet. Der Anstieg des Auftrags-eingangs in diesem Bereich hat sich im ersten Halbjahr im Vergleich zum Vorjahr allerdings merklich zurückgebildet.

Eine Abschwächung der Bautätigkeit in diesem Jahr kann ausgeschlossen werden. Im Gegenteil, es sprechen einige Faktoren dafür, daß die Baukonjunktur ihren Höhepunkt erst anfangs des nächsten Jahres überschreiten wird. Darauf weisen auch die neubewilligten Baukredite hin, die in den Monaten Mai bis Juli ein Niveau erreicht haben, das seit 1972 nie mehr beobachtet werden konnte.

3. Außenhandel

Der Anstieg der Exporte hat sich im zweiten Quartal – gemessen an den Jahreszuwachsdaten – sowohl gegenüber dem Vor- als auch gegenüber dem Vorjahres-

quartal abgeschwächt. Dabei ist jedoch zu bedenken, daß in der Vorjahresperiode die Exporte außerordentlich stark zugenommen haben. Testbefragungen lassen den Schluß zu, daß sich die Situation in weiten Teilen der Exportindustrie in den letzten Monaten weiter verbessert hat. Die Stabilität des Wechselkurses dürfte dabei nicht nur zur Verbesserung der Ertragslage, sondern auch zum größeren Bestellungseingang beigetragen haben. Gegenwärtig werden die Kapazitätsauslastung und der Arbeitsvorrat von der Mehrheit der exportorientierten Unternehmen als gut bezeichnet. Es scheint, daß sich diese Unternehmen in einer günstigeren Lage befinden als die binnenwirtschaftlich ausgerichteten. Das wird durch die Ergebnisse unserer soeben abgeschlossenen Umfrage der Zweiganstalten eindrucksvoll bestätigt.

In den ersten acht Monaten sind die Ausfuhren gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode volumenmäßig um 2,0% gestiegen. Diese Zunahme bleibt hinter den Erwartungen der Arbeitsgruppe für Wirtschaftsprognosen zurück, die Ende Mai noch mit einem Zuwachs von real 5% gerechnet hatte. Es scheint, daß die Arbeitsgruppe vor allem den Exportrückschlag in der Uhrenindustrie unterschätzt hat. In den ersten acht Monaten des laufenden Jahres sank der Uhrenexport gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode volumenmäßig um 16,7%. Der gleichzeitig stark gestiegene Exportpreismittelwert deutet auf den anhaltenden Umstrukturierungsprozeß von der Roskopfuhren zur elektronischen und höherwertigen Uhr hin.

Während die Ausfuhren der Nahrungs- und Genußmittelindustrie unter der durchschnittlichen Ausweitung blieben, erzielten die Maschinen- und Apparateindustrie sowie jene Unternehmen, die optische und feinmechanische Geräte herstellen, überdurchschnittliche Zuwachsraten. Die weltweit angestiegene Nachfrage nach Aluminium fand ihren Niederschlag in einem starken Anstieg der volumenmäßigen Exporte dieses Industriezweiges. Über dem durchschnittlichen Exportzuwachs lagen auch die Textil- und Bekleidungsexporte.

Der Anstieg der Preismittelwerte in den Exportzweigen, die qualitativ hochwertige Produkte herstellen, könnte Ausdruck einer Verbesserung der Ertragslage sein. In den anderen Industriezweigen scheinen Preiskonkzessionen nach wie vor notwendig zu sein. Zuverlässige Aussagen können jedoch aus dem Verlauf der Preismittelwerte nicht abgeleitet werden, da die Fluktuationen in der Zusammensetzung der Güterexporte deren Aussagekraft stark verringert. Dies gilt insbesondere für die kurzfristigen Veränderungen.

Wie in früheren Konjunkturzyklen haben auch beim gegenwärtigen Konjunkturaufschwung die Importe deutlich zugenommen. Nach wie vor weisen die Rohstoff- und Halbfabrikateinfuhren überdurchschnittliche Zuwachsraten auf. In diese Gruppe fallen die in den letzten Monaten außerordentlich hohen Importe von Schmuck- und Edelsteinen. Über dem Mittel der ersten sieben Monate liegen auch die Zuwachsraten der Investitionsgütereinfuhren. Spitzenreiter unter den eingeführten Investitions-

gütern sind – was angesichts der günstigen Konjunkturlage in der Bauwirtschaft nicht überrascht – jene des Baugewerbes. Die Zunahme der Investitionsgüterimporte ist nicht nur ein Indiz für die relativ gute schweizerische Wirtschaftslage, sondern strahlt auch jene Lücken, die eine baldige Überalterung der schweizerischen Produktionsstruktur vorhersagen.

Als Folge des markanten Preisanstiegs auf dem Rotterdamer Spotmarkt ist die Nachfrage nach Erdöl kurzfristig gesunken. Der Rückgang der Nachfrage ist zumindest teilweise darauf zurückzuführen, daß die Käufer mit einer Korrektur des übermäßigen Preisanstiegs rechneten. Diese Erwartungen sind bis zu einem gewissen Grade bereits in Erfüllung gegangen. Der Monat August verzeichnete denn auch eine reale Zunahme der Importe von Energieträgern von 22,7%. Ungefähr gleich groß wie im Vorjahr waren in den ersten acht Monaten die Einfuhren von Benzin. Ob die erheblich gestiegenen Kohleeinfuhren der Anfang eines Substitutionsprozesses im Energiesektor sind, wird erst die Entwicklung in den nächsten Monaten zeigen.

Die konjunkturelle Belebung und die massiven Preissteigerungen beim Erdöl führten zu einer deutlich verstärkten Passivierung der Handelsbilanz. In den ersten acht Monaten belief sich der Passivsaldo bereits auf 2,8 Mrd Franken (Vorjahr: 0,9 Mrd Franken). Da weder bei den Exporten noch bei den Importen in den nächsten Monaten eine grundsätzliche Trendänderung zu erwarten ist, dürfte das Handelsbilanzdefizit bis Ende Jahr auf rund 3,5 bis 4 Mrd Franken anwachsen und damit 3 bis 3,5 Mrd Franken über dem Vorjahressaldo liegen.

Die Passivierung der Handelsbilanz bei einem Konjunkturaufschwung entspricht den früher gemachten Erfahrungen. Da neben der Verschlechterung der Handelsbilanz auch noch der Überschuß im Fremdenverkehr abnimmt, wird der Ertragsbilanzüberschuß massiv zurückgehen. Lag der Ertragsbilanzüberschuß im letzten Jahr noch bei knapp 7,9 Mrd Franken, so dürfte er in diesem Jahr nur noch rund die Hälfte, d.h. 3,5–4 Mrd Franken betragen. Von diesem Rückgang können rund 1,5 Mrd Franken den Erdölpreissteigerungen und rund 1 Mrd Franken dem Rückgang des ausländischen Tourismus in der Schweiz zugeschrieben werden.

Dem Rückgang des Industrieproduktionsindex im 2. Quartal 1979 um 3% gegenüber der Vorjahresperiode möchten wir im Blick auf die dargestellte Gesamtlage keine besondere Bedeutung beimessen.

4. Arbeitsmarkt

Im Einklang mit der allgemeinen Konjunkturbelebung verläuft die Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt. Die Nachfrage nach Arbeitskräften ist seit dem Frühjahr weiter gestiegen. Bereits wird die Belegschaft von der Industrie im Hinblick auf die Geschäftstätigkeit in den nächsten sechs Monaten als zu klein betrachtet. Die größere Nachfrage nach Arbeitskräften hat zwar zu einer Zunahme der Beschäftigten, jedoch zu keiner Abnahme der Arbeitslosen geführt. Die Zahl der gemeldeten Arbeitslosen

liegt zwar im August mit 8100 um 400 Personen unter dem Vormonats-, aber immer noch um 300 Personen über dem Vorjahresstand. Auch die Zahl der gemeldeten offenen Stellen liegt im Mittel der ersten acht Monate nur leicht über dem Vorjahresstand. Damit bestätigt sich einmal mehr, daß bei Vollbeschäftigung Arbeitslose und gemeldete offene Stellen schlechte Indikatoren für die Lage auf dem Arbeitsmarkt sind.

Ein Arbeitskräftemangel besteht zur Zeit vor allem in der Metall- und Maschinenindustrie. In diesem Bereich fallen bereits 2,5 offene Stellen auf einen Stellensuchenden. Im Frühjahr war dieses Verhältnis ausgeglichen. Noch drastischer präsentiert sich die Lage im Bausektor. Hier werden bereits 5 offene Stellen auf einen Stellensuchenden gezählt.

Die Anspannung auf dem Arbeitsmarkt widerspiegelt sich auch im Bestand der ausländischen Arbeitskräfte. Dieser ist erstmals seit 1973 deutlich gestiegen. Der Anstieg wäre wohl noch stärker ausgefallen, wenn keine Fremdarbeiterplafonierung bestanden hätte. Der Mangel an Arbeitskräften wird durch Hinweise aus der Wirtschaft bestätigt, wonach die Zahl der Arbeitskräfte, die ihre Stelle wechseln, in jüngster Zeit in auffälliger Weise zugenommen hat.

Nicht so recht ins Bild eines angespannten Arbeitsmarktes paßt die Tatsache, daß die Zahl der Teilarbeitslosen zwar gegenüber dem Frühjahr gesunken, gegenüber dem Vorjahr aber gestiegen ist. Es mag sein, daß seit dem Ausbau der Arbeitslosenversicherung die Nachfrageschwankungen vermehrt durch eine Anpassung der Arbeitszeit (Kurzarbeit, Überstunden) ausgeglichen werden.

5. Lohn- und Preisentwicklung

Löhne

Im zweiten Quartal 1979 sind die Nominallöhne gegenüber dem Vorjahresquartal um 2,6% gestiegen. Da in der gleichen Periode der Index der Konsumentenpreise stärker stieg (+3,1%), ist der Reallohn um 0,5% zurückgegangen. Der relativ geringe Lohnanstieg ist vornehmlich der bescheidenen Erhöhung der Monatsverdienste zuzuschreiben (+2%), die üblicherweise im Laufe des Jahres nicht variiert werden. Die Stundenlöhne, die erfahrungsgemäß etwas schneller der Arbeitsmarktlage angepaßt werden, verzeichneten im zweiten Quartal dagegen bereits einen Anstieg von 3,4%. Noch markanter fiel die Erhöhung mit 4,4% beim Stundenverdienst der Frauen aus. Der überdurchschnittliche Lohnanstieg hängt offensichtlich damit zusammen, daß bei Arbeitskräftemangel vermehrt weibliche Arbeitskräfte gesucht werden.

Der deutliche Anstieg der Stundenlöhne läßt erwarten, daß bis Ende Jahr der volle Teuerungsausgleich geleistet wird, zumal der Konjunkturaufschwung bis zu diesem Zeitpunkt kaum an Stärke verlieren wird. Vielmehr muß

damit gerechnet werden, daß in den gutgehenden Branchen zusätzlich Realloohnerhöhungen gewährt werden.

Aus der Sicht der Wirtschaftspolitik ist zu hoffen, daß bei den Lohnverhandlungen der Gesamtlage gebührend Rechnung getragen wird. Die Anpassung an die Erdölpreiserhöhungen würde dadurch erleichtert, und es würden die Voraussetzungen für die Lösung der Probleme der nächsten Jahre verbessert.

Preise

Von Mitte 1976 bis Herbst 1978 verzeichneten die Inlandwaren und Dienstleistungen einen etwas stärkeren Preisanstieg als die importierten Produkte. Seit Herbst 1978 steigen die Preise der Auslandwaren stärker. Dazu trug besonders die Verteuerung des Erdöls bei. Diese auslandbedingte Teuerung führte zu einem Anstieg des Konsumentenpreisindex vom September 1978 bis Juli 1979 um 4,6%, so daß sich die Jahresteuierung im Juli auf 4,3% belief. Im August bildete sich die Teuerungsrate – insbesondere aufgrund der Verbilligung des Heizöls – auf 4% zurück.

Der Anstieg des Inlandwarenindex in den letzten zwei Jahren wurde stark von der Entwicklung der administrierten Preise mitbestimmt. Das Bestreben auf Budgetausgleich bei den öffentlichen Körperschaften führt dazu, daß unabhängig von der Konjunkturlage die Preise der entsprechenden Güter und Dienstleistungen erhöht werden.

In einzelnen Regionen werden die Strompreise um 5 bis 10% angehoben. Auf den 1. Oktober werden die Gebühren für Radio und Fernsehen um 15% erhöht.

Die Treibstoffzuschläge der Swissair von gegen 10% ab 1. September für Linienflüge und ab 1. November für Pauschalreisen werden sich – aus erhebungstechnischen Gründen – erst im November auf den Konsumentenpreisindex auswirken, da Flugtarife nur in der Gruppe «Bildung und Erholung» (Untergruppe «Pauschalreisen»), nicht aber in der Rubrik «Verkehr» enthalten sind.

Daneben werden sich die Sekundäreffekte der Erdölpreiserhöhungen (z.B. höhere Transportkosten) vermehrt im Konsumentenpreisindex niederschlagen. Für die übrigen Gruppen kann man annehmen, daß die Indices in den nächsten fünf Monaten entweder nur wenig (1 bis 2% pro Jahr) zunehmen («Getränke und Tabakwaren», «Haushalteinrichtungen und -unterhalt» und «Bildung und Erholung») oder gleichbleiben («Verkehr» und «Miete»). Einen etwas stärkeren Anstieg (2 bis 4% p.a.) könnten einzig die Teilindices «Bekleidung» sowie «Körper- und Gesundheitspflege» aufweisen. Der Teilindex «Nahrungsmittel» bildet sich normalerweise vom Juli bis zum Jahresende zurück. Gegen diesen üblichen Trendverlauf sprechen die gestiegenen Transportkosten, die höheren Heizkosten für Lager- und Treibhäuser, für die übliche saisonale Rückbildung dagegen die guten Ernteaussichten.

Am ungewissten ist die Preisentwicklung des Postens «Heizung und Beleuchtung». Es gibt einige Gründe, beispielsweise die Abschwächung des Wachstums der Weltwirtschaft, die leicht sinkende Preise erwarten lassen. Ob dies zutrifft, wird nicht zuletzt auch von der politischen Entwicklung in den OPEC-Ländern abhängig sein. Eine Unbekannte stellt selbstredend auch die Wechselkursentwicklung und ihr Einfluß auf die Konjunktur- und Preisentwicklung dar.

Zusammenfassend: Die Zahlen und Tatsachen, die im heutigen Zeitpunkt vorliegen, führen zu einer positiven Beurteilung der Konjunkturlage und einer günstigen Prognose für die kommenden Monate.

6. Kapitalmarkt

Die Lage am Kapitalmarkt ist die Funktion konjunktureller und liquiditätsmäßiger Vorgänge und der Erwartungen der Wirtschaftssubjekte über die künftige Entwicklung; die Resultate dieser Faktoren schlägt sich im Zinssatz für mittel- und langfristige Anlagen nieder. Geht man von der Durchschnittsrendite der Bundesobligationen aus – zugegebenermaßen keine schlechthin repräsentative, aber doch in mancher Hinsicht signifikante Größe –, dann lauten die Eckdaten für das letzte Vierteljahr (seit anfangs Juni 1979) 3,23% und 3,51%. Es manifestiert sich darin ein zwar nicht markanter, aber doch deutlicher Anstieg des Zinsniveaus, der jedoch mit der allgemeinen Konjunktur- und Liquiditätslage recht gut korrespondiert.

Im einzelnen verlief die Entwicklung zeitweise nicht ohne Dramatik. Es war Mitte Juni unverkennbar, daß die Schuldner vielfach überhastet an den Anleihensmarkt gelangen wollten, weil, hauptsächlich durch Inflationserwartungen genährt, die Meinung bestand, die Zinssätze würden sich rasch nach oben bewegen. Das Direktorium sah sich veranlaßt, gegenüber der Emissionskommission, die am 12. Juni für das 3. Quartal 1979 das Programm behandelte, die Meinung auszudrücken, daß der Gesamtbetrag nicht über 2 Mrd Franken lauten sollte. Die Kommission teilte diese Auffassung und nahm, erstmals seit langem, selektiv, nämlich nach Dringlichkeit der Vorhaben, Kürzungen vor. Das war ohne Schwierigkeiten möglich. Kürzungen und Verzichte im Verlaufe des Quartals gestatteten in der Folge Korrekturen, wie denn überhaupt in diesen Fragen flexibel operiert werden soll.

Es war unser Bestreben, den Zinsanstieg zu verlangsamen. Es gelang, Niveau und Struktur der Kapitalmarktzinssätze bis zur Emissionspause im wesentlichen beizubehalten. Eine leicht höhere Stufe setzte sich erst nach Wiederaufnahme der Aktivitäten anfangs August durch. Seither verlaufen sämtliche emittierten Anleihen erfolgreich; für die öffentliche Hand sind 3¼%, bei zum Teil kürzeren Laufzeiten, üblich geworden, bei den Elektrizitäts- und Industrieanleihen je nach Adresse ¼ bis ½% mehr. Die Durchschnittsrendite, die zeitweise bis 3,53% stieg, bildete sich leicht zurück.

Auch der Bund konnte zu diesen Konditionen am 17. August mit einer 12jährigen Anleihe erfolgreich an den Kapitalmarkt gelangen.

Die leichte Anhebung bei den Kassaobligationen anfangs August störte die Entwicklung nicht. Allerdings ist der Zufluß an solchen Geldern weiterhin nicht befriedigend; doch drängen sich zurzeit keine Änderungen auf. Man wird für die Finanzierung der Exportkredite vermehrt zu Anleihensgeldern greifen, wie das denn auch mit einer Bankvereins-Anleihe bereits erfolgreich geschehen ist. Ob sich hierin ein gewisser Funktionswandel bei den Obligationen ankündigt, kann offenbleiben.

Unser Bestreben, die Zinsentwicklung in ruhige Bahnen zu lenken, findet, wie stets, im engen Zusammenhang mit der Konjunkturlage und den Sparheft- und Hypothekarzinzsätzen seine Begründung und seine Rechtfertigung. Nachdem die Kreditbeanspruchung im inländischen Bereich nicht auffällig ist – die Zuwachsraten betragen gegenüber dem Vorjahresmonat: im April 7,6%, im Mai 7,9%, im Juni 8,1% und im Juli 8,1% – und die Liquidität nach unserem Dafürhalten ausreichend ist, wäre es nicht erwünscht, wenn eine raschere Gangart eingeschlagen würde.

Die gute Verfassung des Kapitalmarktes gestattete es, für das 4. Quartal 1979 ein höheres Emissionsvolumen ins Auge zu fassen. Der Gesamtbetrag der Konversionen und Neugeldaufnahmen übertrifft um 70 Mio Franken den Betrag des Vergleichs quartals 1978, dürfte aber nach Ansicht von Direktorium und Emissionskommission ohne weiteres zu bewältigen sein. Es gelangen hauptsächlich Banken anleihen zur Emission, währenddem die öffentliche Hand und auch die Industrie minimal beteiligt sind.

7. Devisen- und Geldmarkt

Seit ungefähr einem Jahr gibt die Nationalbank der Stabilität der Wechselkurse gegenüber jener der Geldmengenenwicklung, nicht aber gegenüber jener der Preise, den Vorrang. Seither hat sich aus schweizerischer Sicht die Währungslage eindeutig verbessert. Die Frankenkurse der wichtigsten Fremdwährungen waren insgesamt bemerkenswert stabil. Seit Ende 1978 hielt sich der Kurs der DM in der Schweiz um 90. Dies führte dank den Mechanismen des faktisch seit Jahresbeginn arbeitenden Europäischen Währungssystems auch zu stabilen Relationen des Frankens gegenüber den übrigen europäischen Währungen. Die durchschnittliche Aufwertung des Schweizerfrankens im Vergleich zu den Kursen anfangs Mai 1971 schwankt seit Beginn des laufenden Jahres zwischen 103% und 105%. In realen, also um die Inflationsdifferenzen bereinigten Werten ergab sich sogar eine Abschwächung. Gemäß den Berechnungen der Schweizerischen Nationalbank fiel der Index des realen Frankenkurses von 136,7 im September 1978 auf 121,9 im Juni 1979. Die Lage ist also insgesamt zufriedenstellend, resultierte doch eine tendenzielle Verbesserung der Konkurrenzfähigkeit der schweizerischen Wirtschaft. Dabei handelt es sich natürlich um eine Verbesserung, die all-

gemeiner Art ist und die strukturellen Probleme gewisser Unternehmen und Branchen nicht betrifft.

Die der Wechselkursstabilität eingeräumte Priorität widerspiegelt das Bestreben der Nationalbank, sowohl eine Hausse, welche die Wettbewerbsfähigkeit der Exportwirtschaft beeinträchtigen müßte, als auch eine Baisse des Frankenkurses, welche die Inflationsgefahr erhöhen müßte, zu vermeiden. Diese Politik äußerte sich in massiven Dollarkäufen im letzten Quartal des vorangegangenen Jahres und in ebenso massiven Dollarverkäufen im laufenden Jahr. Seit Beginn des Jahres totalisierten sich die Käufe auf \$ 4,4 Mrd und die Verkäufe auf \$ 12,5 Mrd. Die Konsequenz dieser Interventionstätigkeit war die Aufblähung der monetären Basis um zirka 10 Milliarden Franken im letzten Vierteljahr 1978 und eine ebensogroße Rückbildung im ersten Vierteljahr 1979. Im zweiten Vierteljahr blieb die monetäre Basis auf normalem Niveau. Die Dollarverkäufe, die bis Mitte Juni fortgesetzt wurden, wurden nunmehr durch Swaps und durch die Plazierung von Bundesgeldern kompensiert. Die monetäre Basis bezifferte sich so auf 30,5 Mrd Franken im Juli gegenüber 36,7 Mrd Franken im Januar. Was die Entwicklung der Geldmenge M_1 betrifft, so belief sich die Jahreswachstumsrate anfangs Jahr auf 23%, im Mai wiederum auf 7,4%. Die neuerliche Erhöhung der Rate im Juni und im Juli auf 9% bzw. 13,8% ist primär einem statistischen Basiseffekt zuzuschreiben. In absoluten Werten ist die Geldmenge im engeren Sinne seit dem Monat Mai mit ungefähr 62 Mrd Franken stabil geblieben.

Die Zinssätze am Geldmarkt, die zu Beginn des Jahres sehr tief waren, haben sich dank der von der Nationalbank befolgten Politik nur unwesentlich erhöht. Die im Vergleich zu ausländischen Geldmärkten niedrigen Zinssätze haben den Kapitalexport stark begünstigt. Jener Teil, der bewilligungspflichtig ist, bezifferte sich auf 10,8 Milliarden Franken im ersten und 5,85 Milliarden im zweiten Quartal 1979. Die Auslandforderungen der Banken sind überdies um 8 Milliarden Franken angestiegen. Es erscheint offensichtlich, daß Ausländer in der Schweiz Franken aufnehmen, um sie in Devisenanlagen, namentlich in DM-Anlagen, umzutauschen. Dies erklärt weitgehend die relative Schwäche des Schweizerfrankens gegenüber der deutschen Währung.

Die Plazierung einer ersten Tranche von Bundes-Geldmarkt-Buchforderungen im Rahmen des seit längerer Zeit geplanten Ausbaus des schweizerischen Geldmarktes in der Höhe von rund 200 Mio Franken fiel zufriedenstellend aus. Die Neuerung ist günstig aufgenommen worden und wird zu einem Bestandteil der schweizerischen Geldmarktszenerie werden. Wir wollten mit dieser ersten Tranche Erfahrungen sammeln. Bei der nächsten Emission werden geringfügige Änderungen vorgenommen werden; das Konzept als solches bleibt intakt. Das Eidgenössische Finanzdepartement bietet Hand zu weiteren, in einem regelmäßigen Rhythmus stattfindenden Emissionen dieser Art.

C. Zur Politik der Nationalbank

Obwohl sich die Weltwirtschaft in nächster Zeit etwas weniger günstig entwickeln dürfte, sieht die Nationalbank keine Veranlassung, von ihrer längerfristig konzipierten Politik abzugehen. Sie wird, obwohl sie sich der damit verbundenen Schwierigkeiten bewußt ist, auch weiterhin eine stabilitätsorientierte Geldmengenpolitik mit einer ebenfalls der Stabilität verpflichteten Wechselkurspolitik zu verbinden suchen.

Die am 1. Oktober vergangenen Jahres eingeleitete Politik, den Frankenkurs so zu beeinflussen, daß für 100 DM deutlich über 80 Franken bezahlt werden, dürfte sich auch in absehbarer Zukunft bewähren. Dabei darf sogar davon ausgegangen werden, daß besagte Notierung bis auf weiteres näher bei 90 als bei 80 liegen wird. Kurschwankungen, wie sie die jüngsten Unruhen am Devisenmarkt mit sich brachten, beeinflussen also bestenfalls die Tagespolitik, nicht aber die übergeordneten Zielvorstellungen der Nationalbank.

Zuversicht bezüglich der Erfolgchancen der eingeschlagenen Politik rechtfertigt sich vor allem deshalb, weil im Ausland der Wille zur währungspolitischen Zusammenarbeit vorhanden ist. In der gegenwärtigen Phase der wirtschaftlichen Entwicklung sind der US-Dollar und die DMark die für unser Land wichtigsten Währungen. Der engen Zusammenarbeit der schweizerischen Währungsbehörden mit jenen der USA und der BRD kommt deshalb ein besonderer Stellenwert zu. Dabei wird selbstverständlich der bis zu einem bestimmten Grad unterschiedlichen Lage der Wirtschaft der beteiligten Länder und den daraus resultierenden Unterschieden in den wechselkurspolitischen Zielvorstellungen Rechnung getragen.

Unsere eigene Manövriermasse für Devisenmarktinterventionen ist beträchtlich, beträgt sie doch ungefähr 6 Mrd Franken. Bis zu diesem Betrag können Interventionen ohne Aufblähung der monetären Basis erfolgen, weil Möglichkeiten der Substitution von temporärer durch permanente Liquidität bestehen. Jenseits dieses Betrages werden die Interventionen durch die Notwendigkeit der Aufrechterhaltung eines einigermaßen stabilen Preisniveaus begrenzt. Letzteres ist unabdingbar, um die wirtschaftliche Entwicklung im Gleichgewicht zu halten, um die Wettbewerbsfähigkeit nicht zu gefährden und um die geldpolitische Bewegungsfreiheit im Dienste der Volkswirtschaft zu sichern.

Trotz der Bedeutung der Wechselkurspolitik widmet die SNB dem Ziel der Preisstabilität größte Aufmerksamkeit. Die im Verlaufe dieses Jahres eingetretene Erhöhung des Konsumentenpreisindex soll nicht weiter durch monetäre Faktoren genährt werden.

Die aus Gründen der Preisstabilität etwas restriktivere Geldpolitik ließ die Zinsentwicklung nicht unberührt. Eine

gewisse Anhebung des Zinsniveaus ließ sich unter solchen Umständen nicht vermeiden. So gesehen begünstigt die Stabilitätspolitik einen temporären Zinsanstieg, ist aber dennoch Voraussetzung eines langfristig tiefen Zinsniveaus.

Eine zinssteigernde Wirkung hatte aber abgesehen von der Geldpolitik auch der enorme bewilligungspflichtige Kapitalexport des letzten Halbjahres. Die Nationalbank hätte zweifellos die Möglichkeiten zur Unterbindung dieses Mittelabflusses gehabt. Wenn sie sie nicht nutzte, sondern im Gegenteil eine Liberalisierung des Kapitalverkehrs vornahm, so insbesondere aus der Überzeugung heraus, daß Beschränkungen des Kapitalverkehrs nur in eigentlichen Notzeiten erfolgen sollten und daß die durch den Geldabfluß bewirkte tendenzielle Abschwächung des Frankenkurses der Exportwirtschaft zugute komme.

Die Zinsentwicklung wurde deshalb mit andern Instrumenten unter Kontrolle zu halten versucht. Am Obligationenmarkt wurden in den vergangenen Monaten umfangreiche Interventionskäufe getätigt und bei der Festlegung des Emissionsvolumens ordnend eingegriffen. Darüber hinaus bemühte sich die Nationalbank verschiedentlich um eine Verlangsamung des Zinsauftriebs bei

den Kassaobligationen. In gemeinsamen Gesprächen mit Bankenvertretern wurde jeweils versucht, letztere auf Kompromisse zu verpflichten, in denen die gesamtwirtschaftlichen Interessen angemessen berücksichtigt werden.

Dem Direktorium stellt sich einmal mehr die Aufgabe, die verschiedenen Ziele der Geld- und Währungspolitik auf einen gemeinsamen Nenner zu bringen. In den vergangenen Jahren mußte die fast vollständige Preisstabilität mit großen, zeitweise sogar übergroßen Aufwertungsraten des Frankenkurses erkauft werden. Die im letzten Herbst im legitimen Interesse der Exportwirtschaft vorgenommene Akzentverschiebung zugunsten vermehrter Wechselkursstabilität zeigt nun im Gegensatz dazu unvermeidliche Konsequenzen für das allgemeine Preisniveau. Die Nationalbank sieht sich deshalb zu einer Geldmengenzpolitik veranlaßt, welche in dem Ausmaß restriktiver wird, als die Devisenmarktkonstellationen es erlauben. Angesichts der weltweit steigenden Inflation, der nicht bewältigten Energiekrise und der politischen Führungsschwäche des Westens dürfte allerdings kein Zweifel darüber bestehen, daß die Aufrechterhaltung geordneter Währungsverhältnisse auch in Zukunft keine Selbstverständlichkeit sein wird.