

# Bericht

über die Wirtschafts- und Währungslage  
für die Sitzung des Bankrates vom 13. September 1978

(abgeschlossen am 24. August 1978)

## Weltwirtschaftliche Entwicklungstendenzen

Im zweiten Quartal 1978 verlief die konjunkturelle Entwicklung in den wichtigsten Industrieländern recht unterschiedlich. Die Vereinigten Staaten erlebten ein starkes Wachstum, das die Stagnation des Vorquartals kompensierte. In Japan jedoch verlangsamte sich die Expansion des Bruttosozialproduktes, nachdem es in den ersten drei Monaten des Jahres außerordentlich kräftig angestiegen war. In den wichtigsten europäischen Ländern hat sich die Situation seit Beginn des Jahres kaum geändert. In der Bundesrepublik Deutschland blieb das Wachstum gering. Die starke Erholung im Bausektor und eine gewisse Belebung des privaten Konsums wurden durch die Verlangsamung der Exporte teilweise kompensiert. In Großbritannien blieb der Konsum der privaten Haushalte zusammen mit den Exporten der wichtigste positive Faktor der ökonomischen Aktivität. In Frankreich und Italien haben sich die seit Frühlingsbeginn genährten Hoffnungen auf eine konjunkturelle Verbesserung nur teilweise erfüllt. Die Hartnäckigkeit der Inflation scheint in diesen zwei Ländern die Rückkehr zu einem normalen Wachstum zu erschweren.

Insgesamt gesehen ist das Bruttosozialprodukt in den sechs wichtigsten Industriestaaten im ersten Semester 1978 mit einer Jahreszuwachsrate von leicht über 3% angestiegen, was der Entwicklung des vorangegangenen Semesters entspricht. Eine gewisse Nivellierung des Wachstums ist insofern eingetreten, als es nun – mit Ausnahme Japans – überall zwischen 2% und 4% beträgt. Aufgrund der allerdings vor dem Gipfeltreffen in Bonn erstellten Prognosen der OECD sollte sich diese Tendenz bis Mitte nächsten Jahres fortsetzen. Das schleppende Wachstum blieb nicht ohne Auswirkungen auf die Beschäftigung. Im laufenden Jahr hat die Zahl der Arbeitslosen in Großbritannien und in der Bundesrepublik Deutschland nur geringfügig abgenommen, während sie in Frankreich und Japan zunahm. Einzig die Vereinigten Staaten erzielten eine deutliche Zunahme der Beschäftigung.

Die zur Bewältigung der aktuellen Schwierigkeiten auf internationaler Ebene zu verfolgende Zusammenarbeit war während den letzten Monaten Gegenstand intensiver Diskussionen. Die wichtigsten Grundsätze wurden erstmals Mitte Juni in Paris anlässlich der Zusammenkunft des OECD-Ministerrates festgehalten. Im Mittelpunkt des Interesses stand dabei ein konzertiertes Aktionsprogramm zur Erzielung eines ausgewogenen und etwas schnelleren Wachstums. Um dieses Ziel zu erreichen, haben sich gewisse Länder verpflichtet, das Tempo der Expansion der heimischen Nachfrage zu erhöhen. Andere Länder sollen Sonderanstrengungen zur Senkung

der Inflation bzw. der Ertragsbilanzdefizite unternehmen. Darüber hinaus wurde der Wille zur Erhaltung eines offenen Handelssystems bekräftigt und – für die Dauer eines weiteren Jahres – die Handelsdeklaration von 1974 erneuert, derzufolge sich die Mitgliedländer verpflichten, keine unilateralen Maßnahmen zur Beschränkung des Importes und zur künstlichen Stimulierung des Exportes zu treffen. Alle Teilnehmer zeigten sich schließlich überzeugt von der Notwendigkeit sowohl einer effizienteren Energiepolitik als auch einer Strukturpolitik, welche nicht primär defensiv eingestellt ist, sondern die Anpassung an die veränderten Umwelterfordernisse erleichtert.

Während das europäische Gipfeltreffen in Bremen hauptsächlich monetären Problemen gewidmet war, befaßte sich die am 16. und 17. Juli 1978 in Bonn abgehaltene Zusammenkunft der Staats- und Regierungschefs der sieben wichtigsten Industrieländer wiederum mit der anlässlich der OECD-Ministerratssitzung in groben Zügen festgelegten Strategie, die nunmehr näher zu präzisieren war. Die Bundesrepublik Deutschland verpflichtete sich in diesem Sinne, die interne Nachfrage im nächsten Jahr um einen Betrag in der Größenordnung von 1% des Sozialprodukts zu erhöhen. Großbritannien, dessen schon im April präsentiertes Budget bereits ein Stimulierungsprogramm ähnlichen Ausmaßes aufwies, will seine Politik hauptsächlich auf die Fortsetzung des Kampfes gegen die Inflation konzentrieren. Das gleiche Ziel verfolgt Frankreich, das aber keine fiskalpolitischen Maßnahmen plant, um das diesjährige Haushaltsdefizit von 20 Milliarden französischen Franken zu beseitigen. Italien hat sich darauf festgelegt, 1979 ein Wachstum anzustreben, das 1,5 Prozentpunkte über jenem des laufenden Jahres liegt. Zur Erreichung dieses Zieles werden die öffentlichen Ausgaben gesenkt, aber gleichzeitig soll die private Investitionstätigkeit begünstigt werden. Die wichtigsten Verpflichtungen der Vereinigten Staaten betreffen die Fortsetzung des Kampfes gegen die Inflation, insbesondere durch eine restriktivere Budgetpolitik, die Verlangsamung der Erdölimporte und des Energiekonsums sowie die bis Ende 1980 sukzessive zu verwirklichende Anhebung des Erdölpreises auf das Weltmarktniveau. Japan schließlich wird anfangs September prüfen, ob neue budgetpolitische Maßnahmen notwendig sind, um das für das laufende Fiskaljahr anvisierte Wachstum von 7% zu verwirklichen. Im Bereich des zwischenstaatlichen Handels werden Anstrengungen zur Erleichterung der Importe und zur Stabilisierung des Exportvolumens gemacht.

Von einem Gipfeltreffen wie jenem in Bonn konnte nicht mehr als der Erlaß allgemeiner Orientierungsrichtlinien erwartet werden. Die Verwirklichung hängt von den Bemühungen der einzelnen Regierungen auf natio-

ner Ebene ab. Bis jetzt hat einzig die Bundesrepublik Deutschland die beabsichtigten budgetpolitischen Maßnahmen im Betrage von 12,25 Milliarden D-Mark zur Erhöhung der einheimischen Nachfrage bekanntgegeben. Im übrigen bleiben zahlreiche Ungewißheiten darüber bestehen, ob die angestrebten Ziele erreicht werden könnten. Offen bleibt zudem die Frage, ob die neuerlichen, drastischen Verschiebungen im Wechselkursgefüge die erwähnten Bemühungen zur Verbesserung der weltwirtschaftlichen Lage nicht zunichte machen werden.

### **Streiflichter der Konjunktur im Ausland**

In der *Bundesrepublik Deutschland* hat sich das Konjunkturbild zwischen dem ersten und dem zweiten Quartal des laufenden Jahres kaum verändert. Trotz der günstigen Entwicklung in der Automobilindustrie und insbesondere in der Bauwirtschaft wies der Index der gesamten Industrieproduktion keine Zunahme auf. Der Auftragsengang in der Industrie, sowohl aus dem Inland wie aus dem Ausland, blieb gegenüber dem ersten Vierteljahr ebenfalls praktisch unverändert.

Der Außenhandel verzeichnete nach seiner Abschwächung im ersten Quartal eine gewisse Belebung. Gegenüber der Vorperiode erhöhten sich im zweiten Vierteljahr die Exporte um 7% und die Importe um 5,4%. Die Handelsbilanz schloß in den ersten sechs Monaten des Jahres mit einem Überschuß von 18,9 Mrd DM ab, verglichen mit einem solchen von 18,4 Mrd DM in der entsprechenden Vorjahresperiode, während die Leistungsbilanz ein gegenüber dem Vorjahr um 2,9 Mrd DM gestiegenes Aktivum von 7,7 Mrd aufwies.

Auf dem Arbeitsmarkt zeigte sich eine leichte Besserung, indem seit April die Zahl der Arbeitslosen unter dem Vorjahresniveau blieb. Von April bis Juli stellte sich die Arbeitslosenquote durchschnittlich auf 4,1% gegenüber 4,3% im gleichen Zeitraum des Vorjahres.

Die Preisentwicklung verlief weiterhin ruhig. Die Jahreszuwachsrate der Lebenshaltungskosten lag im Juli bei 3,6% und diejenige der Erzeugerpreise industrieller Produkte bei 1,2%, während die Großhandelspreise einen Rückgang um 0,1% aufwiesen.

In *Frankreich* sind die im Frühling aufgetauchten Hoffnungen auf eine rasche Konjunkturerholung inzwischen wieder teilweise zunichte gemacht worden. Im Durchschnitt des ersten Semesters blieb die Industrieproduktion gegenüber der Vorjahresperiode praktisch unverändert. Bei den Investitionen zeichnet sich noch kein Aufwärtstrend ab, und die Wirtschaftstätigkeit stützt sich immer noch hauptsächlich auf die Konsum- und insbesondere die Auslandnachfrage.

Im Vorjahresvergleich stiegen die Exporte im ersten Halbjahr um 13%, die Importe dagegen um nur 6,5%. Dies führte zu einer drastischen Verbesserung der Handelsbilanz, die mit einem leichten Überschuß von 0,9 Mrd FF abschloß, verglichen mit einem Defizit von rund 9 Mrd in den ersten sechs Monaten des letzten Jahres.

Die Lage am Arbeitsmarkt verschlechterte sich in den Sommermonaten deutlich, und die saisonbereinigte Zahl der Stellensuchenden erreichte im Juli mit 1,24 Mio einen neuen Rekordstand.

Obwohl die Jahresteuern von 9,2% im ersten Quartal auf 9% im zweiten zurückging, zeigten sich bei der Preisentwicklung Beschleunigungstendenzen. Die monatliche Steigerung der Konsumentenpreise erhöhte sich von durchschnittlich 0,7% im ersten Vierteljahr auf knapp 1% im zweiten Quartal. Wichtiger erscheint aber in diesem Bereich der Entscheid der Regierung, die Preiskontrollen schrittweise abzuschaffen. Diese Maßnahme könnte kurzfristig zu einer Verstärkung des Preisauftriebs führen, längerfristig aber stabilisierend wirken.

In *Italien* bleibt die Wirtschaftslage weiterhin durch eine gewisse Unsicherheit gekennzeichnet und wird unter anderem durch das ungelöste Problem des steigenden Haushaltsdefizites sowie die schwierige Situation verschiedener Industrien geprägt. So ist die Industrieproduktion im Durchschnitt des ersten Semesters gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 2,4% gesunken, wobei allerdings erhebliche sektorielle Diskrepanzen zu verzeichnen sind.

Positiv haben sich einzig die Exporte entwickelt, die im ersten Halbjahr gegenüber der Vorjahresperiode um 11,9% anstiegen, während sich die Zunahme der Einfuhr auf unter 1% stellte. Die Handelsbilanz schloß mit einem leichten Defizit von 177 Mrd Lire ab, verglichen mit einem solchen von 2279 Mrd im ersten Semester 1977. Die Ertragsbilanz verbesserte sich noch stärker, indem sie ein Aktivum von rund 2400 Mrd Lire verzeichnete, gegenüber einem Passivsaldo von mehr als 1700 Mrd Lire in den ersten sechs Monaten des Vorjahres.

Die Verlangsamung des Preisauftriebs ist zum Stillstand gekommen. Seit dem Frühling verharrt die Jahreszuwachsrate der Lebenshaltungskosten auf über 12% und diejenige der Großhandelspreise auf etwa 8%. Bei den Löhnen läßt die für den Zeitraum August bis Oktober durchgeführte Heraufsetzung der gleitenden Lohnskala ebenfalls keine weitere Abschwächung erwarten. Die jährliche Zunahme der Mindesttariflöhne für Arbeiter in der Industrie stellte sich im Juni auf 15,3%.

Die wirtschaftliche Entwicklung *Großbritanniens* veränderte sich im zweiten Quartal kaum. Die langsame Erholung der industriellen Erzeugung und die deutliche Belebung des privaten Konsums haben sich fortgesetzt. So lag der Index der gesamten Industrieproduktion um 0,8% über dem Niveau des ersten Vierteljahres und um 2,2% höher als im Vorjahresquartal, während die Detailhandelsverkäufe volumenmäßig gegenüber der Vorperiode um 1,5% und im Vergleich zum zweiten Quartal 1977 um 5,3% zunahmen.

Der Außenhandel, der starke monatliche Schwankungen aufweist, zeigt für das erste Halbjahr insgesamt ein relativ günstiges Bild. Gegenüber der vergleichbaren Vorjahresperiode stieg der Export wertmäßig um 11,5% und

volumenmäßig um 3,9%; der Import erhöhte sich dagegen um nur 4,9% bzw. 2,5%. Das Handelsbilanzdefizit reduzierte sich um rund 1 Mrd £ auf 713 Mio £.

Die Jahresteuierung erreichte im Juni einen Tiefpunkt von 7,4% und stieg im Juli wieder auf 7,8%. Der Lohnauftrieb verstärkte sich im zweiten Quartal weiter, und die durchschnittliche Einkommenssteigerung im Ende Juli abgeschlossenen Tarifjahr dürfte sich auf etwa 14% beziffern. Für das laufende Fiskaljahr hat die Regierung lohnpolitische Richtlinien mit der Absicht erlassen, diese Zuwachsrate zu halbieren.

In den *Vereinigten Staaten* wuchs das reale Brutto-sozialprodukt im zweiten Quartal mit einer Jahresrate von 8%, womit die Stagnation des ersten Vierteljahres weitgehend wettgemacht wurde. Die wichtigsten Indikatoren zeigen, daß die Wirtschaft sich auf breiter Front erholt hat. Gegenüber dem ersten Quartal stiegen in der Industrie der Auftragseingang um 5,1% und die Produktion um 3,1%, während die Detailhandelsumsätze eine Zunahme um 4,7% aufwiesen.

Das starke Wachstum wurde von einer Besserung der Beschäftigungslage – im Durchschnitt lag die Arbeitslosenrate knapp unter 6% verglichen mit 6,2% im ersten Vierteljahr – aber auch von einer deutlichen Verstärkung der Inflationstendenzen begleitet. Gemessen am Sozialprodukt-Deflator stiegen die Preise im zweiten Quartal mit einer Jahresrate von 10,7% gegenüber 7,2% in der Vorperiode. Die jährliche Steigerung der Konsumentenpreise erhöhte sich von 6,5% im März auf 7,7% im Juli, diejenige der Großhandelspreise sogar von 6,1% auf 8,1%.

Der Außenhandel entwickelte sich im zweiten Quartal positiv. Gegenüber der Vorperiode nahm die Ausfuhr um 15,1% und die Einfuhr um nur 4,2% zu, so daß das Handelsbilanzdefizit um 3 Mrd auf 6,7 Mrd Dollar zurückging.

In *Japan* nahm das Brutto-sozialprodukt im ersten Quartal mit einer überraschend hohen Jahresrate von annähernd 10% zu. Erwartungsgemäß verlangsamte sich die Expansion im zweiten Vierteljahr, wobei sich eine Verlagerung der Wachstumsimpulse von der Ausland- auf die Inlandnachfrage bemerkbar machte. Die Industrieproduktion erhöhte sich gegenüber der Vorperiode um 1,7% nach einem Anstieg um 2,9% im ersten Quartal. Die Beschäftigungslage verbesserte sich jedoch wenig, indem die Zahl der Arbeitslosen nur von 1,34 Millionen im ersten Vierteljahr auf 1,24 Millionen im zweiten abnahm.

Die Handels- und Ertragsbilanz verzeichneten im zweiten Quartal Rekordüberschüsse von 6,6 Mrd bzw. 4,8 Mrd Dollar. In Dollar ausgedrückt stiegen die Exporte gegenüber der Vorjahresperiode um 20,2% und die Importe um nur 7,5%. Diese Zahlen widerspiegeln aber in erheblichem Maße die Yen-Aufwertung: volumenmäßig lag die Ausfuhr in der Berichtsperiode um 2,5% unter dem Vorjahr.

Die jährliche Zunahme der Konsumentenpreise stellte

sich im Juli auf 4,1% verglichen mit 4,5% im März. Bei den Großhandelspreisen verstärkte sich der Rückgang unter dem Einfluß der Wechselkursverschiebungen. Der entsprechende Index lag im März um 1,8% und im Juli um 2,5% unter dem Vorjahresstand.

## Das internationale Währungsgeschehen

Am Gipfeltreffen der Europäischen Gemeinschaften vom 6./7. Juli in Bremen wurden die im Frühjahr lancierten Ideen für eine engere Währungskooperation in Europa etwas konkretisiert. Die aufgrund der deutsch-französischen Initiative erarbeiteten Grundsätze für die Schaffung einer einheitlichen Währungszone in Europa wurden von den übrigen Mitgliedern – mit Nuancen – angenommen.

Nach diesen Grundsätzen soll das neue System mindestens ebenso strikt sein wie die bestehende «Währungsschlange». Die Teilnahme steht allen Mitgliedern der EG offen, wobei für Nichtmitglieder der Schlange eine Übergangsfrist mit weiteren Bandbreiten möglich sein soll. Nichtmitgliedländer mit engen wirtschaftlichen Bindungen zu den EG sollen als assoziierte Mitglieder am System teilnehmen können. Im Zentrum des Systems soll die Europäische Währungseinheit (EWE) stehen, die analog der bereits bestehenden Europäischen Rechnungseinheit definiert werden soll.

Kernpunkt ist die Etablierung fester, aber anpassbarer Wechselkurse über den Teilnehmern, die sich verpflichten, ihre Währung durch Interventionen innerhalb einer bestimmten Bandbreite um die Leitkurse zu halten. Die Interventionen sollen hauptsächlich in den Währungen der beteiligten Länder und nicht mehr in Dollar erfolgen.

Es ist vorgesehen, daß die Teilnehmer einen Teil ihrer nationalen Währungsreserven (Gold, Dollar) in einem Europäischen Währungsfonds zusammenlegen. Weitere Einzahlungen erfolgen in nationalen Währungen. Als Gegenleistung erhalten die Teilnehmer auf EWE lautende Ziehungsrechte, deren Verwendung wie beim Internationalen Währungsfonds an wirtschaftspolitische Bedingungen geknüpft werden soll.

Im weiteren sollen die Teilnehmer ihre Wechselkurspolitik gegenüber Drittwährungen, vor allem gegenüber dem Dollar, koordinieren. In diesem Zusammenhang haben die amerikanischen Behörden in einer ersten Stellungnahme bereits durchblicken lassen, daß sie einem System nicht zustimmen würden, das sich negativ auf den Dollar auswirken und beispielsweise notwendige Anpassungen der Kurse verhindern könnte.

Im Anschluß an das Gipfeltreffen sind die zuständigen währungspolitischen Organe der EG beauftragt worden, aufgrund dieser Richtlinien bis Ende Oktober konkrete Vorschläge für die Gestaltung eines derartigen Systems auszuarbeiten. Verschiedene praktische Probleme müssen in dieser Zeit noch gelöst werden, so etwa die Frage, ob und wie die Leitkurse der einzelnen Währun-

gen gegenüber der EWE fixiert werden sollen. Ebenso dürfte es für die Funktionstüchtigkeit des beabsichtigten Systems unerlässlich sein, daß die Regierungen konkrete Schritte für eine engere Koordination der Wirtschaftspolitik und insbesondere zu einer Reduktion der Inflationsunterschiede unternehmen.

Der endgültige Entscheid über die Einführung des neuen Systems per 1. Januar 1979 soll an einem weiteren EG-Gipfeltreffen im Dezember fallen.

An den Devisenmärkten stand das Geschehen einmal mehr unter dem Eindruck einer deutlichen Abschwächung des amerikanischen Dollars und einer starken Höherbewertung des Yen und des Schweizerfrankens. Nachdem sich der Dollar in den Monaten April/Mai etwas über den Tiefstkursen von Anfang März stabilisiert hatte, begann er im Juni eine neue Talfahrt, die zunächst vor allem gegenüber dem Yen ausgeprägt war, sich aber anschließend auf praktisch alle andern wichtigen Währungen ausdehnte. Von Mitte Mai bis Mitte August schwächte sich der Dollar gegenüber dem Schweizerfranken um 22,1%, gegenüber dem Yen um 19,4% und gegenüber der D-Mark um 9,4% ab. Im außenhandelsgewichteten Durchschnitt betrug die Abschwächung des Dollars im gleichen Zeitraum etwas über 6%.

Die Ursache der Dollarschwäche wurde vor allem darin gesehen, daß allen Beteuerungen der amerikanischen Regierung zum Trotz konkrete und wirksame Maßnahmen gegen die steigende Inflation und die massiven Ertragsbilanzdefizite immer noch auf sich warten ließen. Dieser Eindruck verstärkte sich nach der Gipfelkonferenz in Bonn Mitte Juli, die auf dem Gebiete der Währungspolitik amerikanischerseits Substanz vermissen ließ. Eine gewisse Ernüchterung breitete sich im Ausland insbesondere über die Politik der amerikanischen Geldbehörden aus, die auf die anhaltende Überschreitung ihres Geldmengenzieles nur zögernd reagierten und beispielsweise anfangs Juni den Diskontsatz lediglich um 0,25 Prozentpunkte auf 7,25% erhöhten.

Mitte August erreichte der Kurszerfall des Dollars ein derartiges Ausmaß, daß die amerikanischen Behörden konkrete Gegenmaßnahmen ergriffen. So erhöhte das amerikanische Zentralbanksystem den Diskontsatz nochmals um 0,5 Prozentpunkte auf 7,75% und ließ auch die anderen kurzfristigen Marktzinssätze ansteigen. Ferner hob es die Mindestreservepflicht auf Geldaufnahmen amerikanischer Banken im Ausland auf. Im weiteren kündete das amerikanische Schatzamt eine Erhöhung seiner Goldverkäufe von 300 000 auf 750 000 Unzen pro Monat an. Im Anschluß an diese Maßnahmen konnte sich der Dollarkurs wieder etwas befestigen.

Der Aufwertungsdruck konzentrierte sich zunächst vor allem auf den japanischen Yen, der von 226 Yen pro Dollar Mitte Mai bis Mitte August um 24% auf 182 anstieg. Während der Kursanstieg des Yen angesichts der hohen und eher noch steigenden Handels- und Ertragsbilanzüberschüsse anfänglich als unvermeidlich akzeptiert wurde, intervenierte die Bank von Japan im Juli wie-

der verstärkt am Devisenmarkt. Als Folge davon stiegen die offiziellen Devisenreserven innert eines Monats um gut 2 Mrd Dollar an.

Die D-Mark stieg von Mitte Mai bis Mitte August gegenüber dem Dollar zwar ebenfalls um 10,4% von 2,12 auf 1,92 DM pro Dollar an, der Anstieg war jedoch geringer als derjenige verschiedener anderer Währungen. Gegenüber dem Schweizerfranken (-14,0%), dem Yen (-11,0%) und dem französischen Franc (-1,4%) waren dementsprechend Kursrückgänge zu verzeichnen. Die gegenüber früheren Perioden eher ungewöhnliche, relative Schwäche der D-Mark dürfte einerseits auf die - nicht zuletzt auf ausländischen Druck hin - expansivere Wirtschaftspolitik, andererseits auf Befürchtungen zurückzuführen sein, eine Beteiligung Deutschlands an einem erweiterten europäischen Währungsverbund müsse auf mittlere Frist mit einer höheren Inflationsrate erkauft werden.

Die britische Währung konnte sich nach der Abschwächung im Frühjahr in den vergangenen Monaten stabilisieren und im Verhältnis zum Dollar sogar wieder erholen und Mitte August vorübergehend den am Jahresanfang erzielten Höchstkurs von knapp 2,00 Dollar übertreffen. Dies wurde vor allem durch die Politik der Bank von England erreicht, das deutlich über das Ziel hinausgeschossene Geldmengenwachstum wieder unter Kontrolle zu bringen. So wurde am 8. Juni der Diskontsatz erneut von 9 auf 10% erhöht, womit der Anstieg gegenüber dem Tiefstwert vom Frühjahr volle 3,5% beträgt. Ebenso wurde die Kreditwachstumsbegrenzung, das sogenannte «Corset», wieder eingeführt.

Die italienische Lira schwächte sich von Mitte Mai bis Mitte August gegenüber der D-Mark und dem Franc um 2,1 bzw. 3,5% ab, stieg dagegen gegenüber dem Dollar um 8,1% an.

Die Entwicklung innerhalb der Schlange blieb zunächst ruhig, da der Anstieg der D-Mark gegenüber dem Dollar relativ schwach blieb. Im Juli verstärkten sich jedoch die Spannungen. Insbesondere der Druck auf den belgischen Franc nahm zu. Am 26. Juli wurde deshalb der Diskontsatz in Belgien von 5,5 auf 6% und in den Niederlanden von 4 auf 4,5% erhöht.

Der Goldpreis folgte ziemlich genau den Bewegungen des amerikanischen Dollars und stieg von Mitte Mai bis Mitte August von 177,00 auf einen neuen Rekordstand von 215,75 Dollar pro Unze an. Anschließend schwächte er sich entsprechend der Erholung des Dollars wieder leicht ab. In der ganzen Berichtsperiode blieb der Preis in Schweizerfranken dagegen in der Gegend von 11 000 Franken pro Kilo bemerkenswert stabil. Die vier bisherigen Goldauktionen des amerikanischen Schatzamtes zu je 300 000 Unzen konnten zusätzlich zu den regelmäßigen Auktionen des IWF vom Markt mühelos verdaut werden. Letztere erfolgten in den vergangenen drei Monaten zu Durchschnittspreisen von 183,09, 184,14 und 203,28 Dollar pro Unze. Zusätzlich erwarben verschiedene Entwicklungsländer noch rund 1 Mio Unzen Gold vom IWF.

## Die konjunkturelle Entwicklung in der Schweiz

Die in den ersten Monaten des laufenden Jahres eingetretene Wachstumsverlangsamung hat sich als vorübergehend erwiesen. Die verfügbaren Indikatoren über das zweite Quartal deuten auf eine vorübergehende Beschleunigung des Auftriebs hin. Gegenüber dem Vorquartal haben sowohl die realen Exporte als auch die Importe deutlich zugenommen. Gegen Ende des Quartals trat allerdings eine Verlangsamung der Expansion ein, die im Juli sogar in einen Rückgang ausmündete. Beim privaten Konsum zeichnete sich in der Berichtsperiode eine Stabilisierung ab.

Die Entwicklung der Inlandnachfrage hat sich im zweiten Quartal dieses Jahres gegenüber dem Vorjahresquartal und auch gegenüber dem Vorquartal belebt. Die realen Kleinhandelsumsätze erhöhten sich im zweiten Vierteljahr um 1,1% innert Jahresfrist. Zunahmen waren vor allem bei den Nahrungsmitteln und Freizeitartikeln sowie bei den dauerhaften Gütern bei den Automobilen zu verzeichnen, und neuerdings hat sich die Nachfrage nach Wohnungseinrichtungen spürbar belebt. Im zweiten Quartal wurden volumenmäßig 13,2% mehr Konsumgüter eingeführt als ein Jahr zuvor. Im Juli hat sich allerdings das Wachstum auf real 2% abgeschwächt.

Kräftig zugenommen hat im zweiten Quartal vor allem die Nachfrage nach Importwaren. Gegenüber der Vorjahresperiode wurden real 16,5% mehr Güter eingeführt. Seit dem letzten Vierteljahr 1976 konnte kein so hoher Zuwachs mehr festgestellt werden. Da angesichts der Wechselkursentwicklung von einer eher geringen Lagerhaltung ausgegangen werden kann, weisen die Importe, insbesondere jene von Rohstoffen und Halbfabrikaten (real +17,7% gegenüber dem Vorjahr), auf eine Belebung der Geschäftstätigkeit hin. Abgeschwächt hat sich das Wachstum der Investitionsgütereinfuhren, wenn man die Einfuhren von Luftfahrzeugen ausklammert, die in der Periode April–Juni unter Sondereinflüssen standen. Ohne Berücksichtigung dieser Komponente ergab sich im zweiten Vierteljahr eine Zunahme der Importe von Investitionsgütern gegenüber dem Vorjahresquartal um nominal 15,8% (1. Quartal 1978/77: 21,6%). Im Juli zeichnete sich eine Abschwächung der Importnachfrage ab. Die gesamten Einfuhren lagen real um 2,1% unter dem Vorjahresniveau. Beachtlich war der Rückgang bei den Zufuhren von Rohstoffen- und Halbfabrikaten (real -11,7% gegenüber Vorjahresmonat). Die Importe von Investitionsgütern unter Auslassung der Zollposition Luftfahrzeuge lag nominal um 2,4% unter dem Vorjahresergebnis.

In der zweiten Dreimonatsperiode wurden volumenmäßig 11% mehr Güter exportiert als ein Jahr zuvor. Die Exporte verzeichneten damit mehr als eine Verdoppelung des Zuwachses gegenüber der Vorperiode. Im Vergleich zum ersten Quartal haben die Exporte der Maschinenindustrie (+9,8% im Vorjahresvergleich) sowie der Textil- und Bekleidungsindustrie mit einer Jahreswachstumsrate von real 10,3% deutlich zugenommen. Stark expandiert haben wiederum die Ausfuhren von Beklei-

dungswaren nach der Bundesrepublik Deutschland. Gemäß vorläufigen Ermittlungen des Gesamtverbandes der Bekleidungsindustrie basierten die Exporte nicht nur auf der inländischen Produktion, sondern der Transithandel durch schweizerische Produzenten soll sich stark ausgedehnt haben. Im Juli lagen die Exporte real um 0,6% unter dem Vorjahresniveau. Die Ausfuhr chemischer Produkte lag im zweiten Quartal real noch um 15,1% über der Referenzperiode des Vorjahres und schwächte sich im Juli auf 4,4% ab. Die Exporte von Nahrungs- und Genussmitteln stiegen im zweiten Vierteljahr um real 3,5%, während im Juli noch 1% mehr ausgeführt werden konnte.

Sowohl die Export- als auch die Importmittelwerte, die nicht nur Preisverschiebungen, sondern auch Qualitätsänderungen bei den Produkten widerspiegeln, waren in der Berichtsperiode rückläufig. Die Exportpreismittelwerte lagen im April um 4,5%, im Juli um 1,9% unter dem Vorjahr, während die Importpreismittelwerte im Vorjahresvergleich im April einen Rückgang von 13,7% und im Juli einen solchen von 3,7% aufwiesen.

Angesichts der Nachfragebelebung im zweiten Quartal dürfte auch die industrielle Produktion zugenommen haben. Im Hochbau konnte in der Berichtsperiode ebenfalls eine Steigerung verzeichnet werden. Die Zahl der neuerstellten Wohnungen in 92 Städten wuchs gegenüber dem Vorjahresquartal um 9,5%. Die Beanspruchung der Baukredite nahm innert Jahresfrist allerdings nur um 3,5% zu. In den letzten Monaten erreichten die neubewilligten Baukredite bei 59 Banken wertmäßig die Größenordnung der monatlichen Zusagen des Jahres 1973. Im zweiten Quartal wurden 37,4% mehr Baukredite zugesagt als ein Jahr zuvor. Dieses Wachstum beruhte vor allem auf einer starken Zunahme im allgemeinen Wohnungsbau (+57,1%), im großgewerblichen und industriellen Bau (+49,6%) sowie im Einfamilienhausbau (+35,4%). Die Zahl der begutachteten Planvorlagen im industriellen Bau erhöhte sich im Vergleich zum Vorjahr um 13,3%. Gegenüber dem Vorquartal zeichnete sich insbesondere bei den Projekten für Umbauten und Neubauten eine Abschwächung ab. Das geplante Raumvolumen stieg noch um rund 0,7%.

Die Zahl der Ganzarbeitslosen hat in den letzten Monaten weiter abgenommen. In den beiden Monaten Juni und Juli lag sie erstmals seit Dezember 1974 wieder unter jener der offenen Stellen. Im Juli wurden von den Arbeitsämtern noch insgesamt 7627 Ganzarbeitslose registriert. Die offenen Stellen beliefen sich auf 8305. Gemäß Meldungen aus der Industrie scheint sich die Verknappung auf dem Arbeitsmarkt teilweise zu einem echten Problem zu entwickeln. Im Konjunkturtest des Instituts für Wirtschaftsforschung an der ETH über das zweite Quartal wird darauf hingewiesen, dass die Belegschaft insgesamt als eher zu klein eingestuft wird. In der Textilindustrie wird zudem darüber geklagt, daß Abwerbungskampagnen in großem Stil – ähnlich jenen in der Hochkonjunktur – stattfinden.

Unverändert war das Bild im Preisbereich. Der Index

der Konsumentenpreise stieg im Juli im Vorjahresvergleich um 1,1%. Im zweiten Quartal ergab sich eine Erhöhung von 1,4% (im Vergleich zum Vorjahresquartal). Der Großhandelspreisindex verzeichnete im Juli gegenüber dem Vorjahresmonat einen Rückgang um 3,6%. Im zweiten Quartal verbilligten sich die Produkte auf der Großhandelsstufe um 3,7%. Die Abnahme beruhte hauptsächlich auf der Verbilligung importierter Waren (-8,9% im Vorjahresvergleich), während die Preise der Inlandwaren lediglich geringfügig (-1,4%) zurückgingen.

## Geld- und Kapitalmarkt

Das Wachstum der Geldmenge im engeren Sinn ( $M_1$  = Bargeldumlauf und Sichteinlagen des inländischen Nichtbankensektors) erfuhr im zweiten Quartal 1978 erneut eine Beschleunigung. Die von der Nationalbank direkt kontrollierbare bereinigte monetäre Basis (Notenbankgeldmenge abzüglich Refinanzierungskredite) wurde im zweiten Vierteljahr zwar deutlich abgebaut, so daß sich die Jahreszuwachsrate von 20,1% Ende März auf 2,7% am Semesterende zurückbildete, doch schlägt sich erfahrungsgemäß eine Veränderung der monetären Basis erst mit einer zeitlichen Verzögerung von mehreren Monaten in der Entwicklung der Geldmenge  $M_1$  nieder. Das beschleunigte Geldmengenwachstum im zweiten Quartal 1978 ist auf die hohen Dollarkäufe der Nationalbank am Ende des letzten Jahres und zu Beginn des laufenden Jahres zurückzuführen, die eine starke Ausdehnung der Notenbankgeldmenge zur Folge hatten. Im zweiten Quartal bewegte sich die Geldmenge  $M_1$  durchschnittlich um 16,9% über dem Vorjahresniveau (1. Q. 1978: 11,4%). Die jährliche Zuwachsrate von  $M_1$  stieg von 16,7% Ende März auf 18,2% Ende Mai und bildete sich bis Ende Juni auf 15,9% zurück. Während sich der Bargeldumlauf im zweiten Quartal durchschnittlich um 4,7% gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum ausweitete, belief sich das Wachstum der Sichteinlagen im Vorjahresvergleich auf 23,7%.

Das von der Nationalbank im Einvernehmen mit dem Bundesrat festgesetzte Geldmengenziel für das Jahr 1978 kann angesichts der Entwicklung im ersten Semester nicht mehr erreicht werden. Diese Abweichung vom Geldmengenziel wurde im Interesse der Wechselkursentwicklung bewußt in Kauf genommen.

Die in den ersten Monaten des laufenden Jahres aus wechselkurspolitischen Gründen sehr hoch gehaltene Geldmarktliquidität konnte im Laufe des zweiten Quartals schrittweise abgebaut werden, indem die Nationalbank die Dollarabgaben für konversionspflichtige Kapitalexportgeschäfte nicht vollumfänglich am Markt zurückdeckte. In der ersten Juniwoche bildeten sich die Giroguthaben der Wirtschaft bei der Nationalbank nach der Rückzahlung der Ende Mai beanspruchten Überbrückungshilfen in Höhe von 2 Mrd Franken auf 6,4 Mrd Franken zurück, nachdem sie Mitte März noch 10,2 Mrd Franken betragen hatten. In der zweiten Hälfte des Monats Juni stand die Geldmarktentwicklung im Zeichen

der Vorbereitungen des Semesterultimos. Die Nationalbank gewährte dem Bankensystem kurzfristige Überbrückungshilfen im Betrag von insgesamt 6,2 Mrd Franken, so dass die Giroguthaben von Banken, Handel und Industrie am Semesterende auf 10,9 Mrd Franken anstiegen, obgleich den Banken in den letzten zwei Juniwochen durch den Anstieg des Notenumlaufs und der Bundesguthaben Marktmittel in Höhe von 1,9 Mrd Franken entzogen wurden. Von den Semesterultimofinanzierungshilfen der Nationalbank entfielen 1,5 Mrd auf zusätzliche Diskont- und Lombardkredite, 2,2 Mrd auf die Mobilisierung von Sterilisierungsreskriptionen und 2,5 Mrd auf siebentägige Dollar-/Frankenswaps. Während die Abwicklung der Ultimotransaktionen reibungslos verlief, führte die Rückzahlung der Ultimohilfen zu einer vorübergehenden Verknappung am Geldmarkt, da sich der Notenrückfluß zum Bankensystem vergleichsweise langsam vollzog. Die Nationalbank schloß daher mit den Banken neue kurzfristige Dollar-/Frankenswaps im Gegenwert von rund 0,7 Mrd Franken ab, um einem allfälligen Anstieg der Geldmarktzinssätze vorzubeugen. Mitte Juli betragen die Giroguthaben der Wirtschaft bei der Nationalbank 5,5 Mrd Franken und erreichten damit den tiefsten Stand seit Februar 1977. Der Rückgang der Geldmarktliquidität stand vornehmlich im Zusammenhang mit der Abnahme des Devisenbestands und dem Anstieg der übrigen Girogelder.

Zur Sicherstellung einer ausreichenden Geldmarktliquidität alimentierte die Nationalbank den Markt Mitte Juli durch die Rückzahlung von fällig gewordenen Sterilisierungsreskriptionen im Umfang von 345 Mio Franken. In der letzten Juliwoche wurden überdies Bundesgelder im Betrage von 450 Mio Franken auf sechs Monate bei den drei Großbanken plaziert. Einschließlich der Ultimofinanzierungshilfen von 2,4 Mrd Franken betragen die Giroguthaben der Wirtschaft bei der Nationalbank Ende Juli 7,7 Mrd Franken.

Angesichts der Entwicklung des Frankenkurses entschloß sich die Nationalbank anfangs August zu einer weiteren Verflüssigung des Geldmarktes, um einen raschen Rückgang der kurzfristigen Zinssätze herbeizuführen. Zunächst schloß die Nationalbank mit den Banken Einmonats-Swaps im Betrag von 259 Mio Franken ab und offerierte ihnen kurz danach in nicht zum vornherein begrenztem Umfang Dollar-/Frankenswaps auf ein Jahr. Von diesem Angebot wurde in Höhe von rund 2,5 Mrd Franken Gebrauch gemacht. Die für den Geldmarkt repräsentativen Giroguthaben der Wirtschaft stiegen in der Folge bis Mitte August auf 7,9 Mrd Franken und erreichten damit wieder ein vergleichsweise hohes Niveau.

Die Entwicklung der Geldmarktzinssätze widerspiegelte die von der Nationalbank verfolgte Geldpolitik sehr deutlich. Im Zuge des schrittweisen Abbaus der monetären Basis stieg der Eurofrankensatz für dreimonatige Depots von  $1\frac{1}{16}\%$  anfangs Juni auf  $2\frac{3}{16}\%$  in der zweiten Julihälfte, fiel jedoch nach den Verflüssigungsaktionen der Nationalbank anfangs August sehr rasch auf  $\frac{1}{8}\%$  zurück.

Die Festgeldsätze der Großbanken wurden am 20. Juli zum zweiten Mal im laufenden Jahr (1. Mal: 18. Mai) linear um  $\frac{1}{2}$ -Prozentpunkt angehoben. Nachdem die Zinssätze für Kundenfestgelder während knapp einer Woche auf  $1\frac{1}{4}\%$  für 3-11monatige Depots und  $1\frac{3}{4}\%$  für Jahresgeld verharteten, wurden sie innert kurzer Frist drei Mal (26.7., 4.8., 18.8.) gesenkt. Mit Wirkung ab 18. August wurden die Depots mit 3-5 Monaten Laufzeit zu  $\frac{1}{2}\%$ , die Gelder von 6-11 Monaten zu  $\frac{3}{4}\%$  und Jahresgeld zu  $1\%$  verzinst.

Die Entwicklung auf den Devisenmärkten war während der Berichtszeit durch nachhaltige Verschiebungen der Wechselkursrelationen geprägt. Ausgangspunkt der neuesten Störungen bildete neben dem weltweiten Kurszerfall des amerikanischen Dollars ein starker Aufwärtsdruck auf den japanischen Yen, der zusehends auf den Schweizerfranken übergriff und letztlich zu einer Sonderbewegung des Frankenkurses führte. Die amerikanische Währung schwächte sich gegenüber dem Franken von 1.89 Ende Mai auf den neuen absoluten Tiefststand von 1.55 Mitte August ab, erholte sich jedoch im Anschluß an die Diskontsatzserhöhung in den USA innert kurzer Zeit wieder auf etwa 1.67. Der Kurs der D-Mark sank in derselben Periode von 90 auf 83, nachdem vorübergehend ein Tiefstkurs von 80 erreicht worden war. Der mit den Exporten nach den 15 wichtigsten Handelspartnern der Schweiz gewogene Frankenkurs erfuhr von Ende Mai bis Mitte August eine Höherbewertung um  $12,8\%$ .

Der inländische Kapitalmarkt tendierte in der zweiten Maihälfte im Zuge der angestiegenen Geldmarktsätze vorübergehend schwächer. Nachdem die Anleihen erst-rangiger Inlandschuldner durchwegs schlecht gezeichnet worden waren, erhöhten die Kantonalbanken und Kraftwerke ihre Couponsätze um  $\frac{1}{4}$ -Prozentpunkt auf  $3\frac{1}{2}\%$ . Eine merkliche Klimaverbesserung stellte sich jedoch erst ein, als anfangs Juni die Laufzeiten verkürzt wurden. Kraftwerkanleihen wurden nunmehr mit Laufzeiten von 8 Jahren zu  $3\frac{1}{2}\%$  (zu pari) aufgelegt, und die Kantone gelangten in der ersten Junihälfte mit  $3\frac{3}{4}\%$ -Anleihen mit neunjähriger Laufzeit an den Emissionsmarkt. In der Folge wurden die inländischen Anleihen wieder stark überzeichnet und notierten im vorbörslichen Handel sofort über den Ausgabekursen, so daß die Laufzeiten der Kantons- und Kraftwerkanleihen vor der von Mitte Juli bis Mitte August dauernden Emissionspause für Anleihen inländischer Schuldner wieder auf 10 Jahre verlängert werden konnten. Im Zuge der Klimaverbesserung auf dem Kapitalmarkt bildete sich die Durchschnittsrendite eidgenössischer Obligationen von  $3,47\%$  Ende Mai auf  $3,37\%$  Mitte Juli zurück.

Während der Emissionspause geriet der Sekundärmarkt im Anschluß an die Erhöhung der Festgeldsätze vorübergehend in eine labile Phase, die jedoch mit der Verflüssigung des Geldmarktes und dem Rückgang der Geldmarktzinssätze ein Ende fand.

Die durchschnittliche Rendite eidgenössischer Obligationen sank bis zum 21. August sukzessive auf den neuen Jahrestiefstwert von  $3,31\%$ , nachdem sie in der

ersten Augushälfte kurzfristig auf  $3,41\%$  angestiegen war.

Die gute Verfassung des Kapitalmarktes ermöglichte nach der Emissionspause eine Verlängerung der Laufzeiten auf 12 Jahre bei unveränderten Nominalzinssätzen von  $3\frac{3}{4}\%$  für die Anleihen der Kantone und Kantonalbanken und  $3\frac{1}{2}\%$  für Kraftwerkanleihen.

Die für die Emissionskontrolle zuständige Kommission genehmigte sämtliche für das dritte Quartal angemeldeten Anleihen. Das Emissionsprogramm umfaßt 43 Anleihen mit einem Neugeldbetrag von 1 Mrd Franken im Vergleich zu 1,6 Mrd im Vorquartal und 1,2 Mrd im dritten Quartal 1977. Hinzu kommen Konversionsanleihen im Betrage von 1 Mrd Franken, so dass sich das Gesamtvolumen der für das dritte Quartal 1978 bewilligten inländischen Anleihen auf 2 Mrd Franken beläuft.

Die Wachstumsverlangsamung der inländischen Kredite setzte sich im zweiten Quartal 1978 fort. Die jährliche Zuwachsrate der von 71 Banken an inländische Schuldner gewährten Kredite bildete sich von  $7,0\%$  Ende März auf  $6,6\%$  am Semesterende zurück. Das abgeschwächte Wachstum des inländischen Kreditvolumens ist vornehmlich auf die Entwicklung der Debitoren zurückzuführen, deren jährliche Wachstumsrate von  $7,4\%$  (Ende März) auf  $6,3\%$  (Ende Juni) sank. Demgegenüber war bei den Hypothekaranlagen im zweiten Quartal eine leichte Beschleunigung des Wachstums festzustellen. Die bei 71 Banken ausstehenden Hypothekendarlehen lagen am Ende des ersten Halbjahres um  $8,1\%$  (Ende März:  $7,7\%$ ) über dem Vorjahresstand. Das weit-aus stärkste Kreditwachstum verzeichneten immer noch die Großbanken, deren Inlandkredite Ende Juni 1978 um  $9,5\%$  über dem Vorjahresstand lagen, verglichen mit einer jährlichen Zuwachsrate von  $4,9\%$  der Kantonalbanken und  $4,2\%$  der Regionalbanken und Sparkassen.

Die vierteljährlich angefragten 163 Banken meldeten im zweiten Quartal 1978 neuzugesagte Kredite von insgesamt 9 Mrd Franken. Die Kreditzusagen an ausländische Schuldner stiegen im Vorjahresvergleich um  $110\%$ ; die Kreditbewilligungen an Inländer lagen um  $34\%$  über dem Volumen des Vorjahresquartals.

Die im Laufe des zweiten Quartals neubewilligten Baukredite (59 Banken) betragen 2,1 Mrd Franken im Vergleich zu 1,7 Mrd im Vorquartal. Die jährliche Wachstumsrate stieg von  $13,9\%$  im ersten Quartal 1978 auf  $37,4\%$  im zweiten Vierteljahr. Die Wachstumsbeschleunigung war vor allem auf die Entwicklung der Baukreditzusagen für den allgemeinen Wohnungsbau und den Einfamilienhausbau zurückzuführen.

Der Zufluß an mittelfristigen Kundengeldern bei 71 Banken betrug im zweiten Quartal 1,1 Mrd Franken, verglichen mit 3 Mrd im Vorquartal. Während sich der Bestand an Kassenobligationen um 293 Mio Franken zurückbildete, erhöhten sich die Spareinlagen um 821 Mio Franken und die Depositen- und Einlagehefte um 591 Mio Franken.