

A. Wirtschaftsentwicklung und Notenbankpolitik im Überblick

1. Internationale Wirtschafts- und Währungsentwicklung

Der Börsenkrach von Oktober 1987 und der darauffolgende weitere Zerfall des Dollarwertes führten entgegen den vielfach gehaltenen Befürchtungen nicht zu einer Konjunkturabflachung in den Industrieländern. Die Wirtschaftsbelebung, die sich schon im Jahre 1987 abzeichnetet hatte, verstärkte sich vielmehr. Das reale Brutto- sozialprodukt stieg im Durchschnitt der OECD-Länder im Jahre 1988 um rund 4%, nachdem es im Vorjahr um 3,3% zugenommen hatte. Die Wachstumsunterschiede zwischen den OECD-Ländern waren geringer als in früheren Jahren. In den meisten Ländern verstärkte sich die Teuerung etwas, so dass die durchschnittliche Inflationsrate im OECD-Raum auf 3,8% stieg (1987: 3,2%). Namhafte Teuerungsimpulse gingen von den Rohstoffpreisen aus, die sich — mit Ausnahme des Erdölpreises — kräftig erhöhten.

Höheres Wirtschaftswachstum im OECD-Raum — leichter Anstieg der Teuerung

Verschiedene Faktoren trugen zur Beschleunigung des Wirtschaftswachstums bei. Nach dem Kurssturz an den Aktienbörsen lockerten die Zentralbanken der meisten OECD-Länder ihre Geldpolitik, um der Gefahr einer konjunkturellen Abkühlung entgegenzuwirken und den Rückgang des Dollarwertes zu bremsen. Dies bewirkte Anfang 1988 einen Rückgang der Zinssätze, der die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen stimulierte. Konjunkturstützend wirkten auch Steuererleichterungen, die in verschiedenen Ländern gewährt wurden, sowie der erneute Rückgang der Erdölpreise.

Geld- und fiskalpolitische Impulse

Die bedeutendsten Nachfrageimpulse gingen im Jahre 1988 von den Investitionen aus. Die Exporte bildeten in vielen Ländern ebenfalls eine wichtige Stütze des Wirtschaftsaufschwungs. Der private Konsum wuchs in den Industrieländern ungefähr gleich stark wie im Vorjahr.

Investitionen und Exporte als wichtige Konjunkturstützen

Das Volumen des Welthandels stieg gemäß vorläufigen Schätzungen der OECD um etwa 9%, gegenüber 5,5% im Vorjahr. Diese starke Zunahme widerspiegelte hauptsächlich das kräftige Importwachstum der europäischen Industrieländer, Japans sowie der asiatischen Schwellenländer. Das Defizit der amerikanischen Ertragsbilanz bildete sich leicht zurück, nachdem es seit 1982 kontinuierlich gestiegen war. Umgekehrt verminderte sich der Überschuss der japanischen Ertragsbilanz. In Europa wies namentlich die Bundesrepublik Deutschland einen leicht höheren Aktivsaldo aus, während sich der Fehlbetrag der britischen Ertragsbilanz stark ausweitete.

Kräftiges Wachstum des Welthandels

Das kräftige Wachstum der Produktion führte in den meisten Industrieländern zu einer höheren Auslastung der Kapazitäten und zu einem Anstieg der Beschäftigung. In vielen Ländern machte sich ein Mangel an qualifizierten Arbeitskräften bemerkbar. Die Arbeitslosenquote sank jedoch nur in den Vereinigten Staaten und Großbritannien in nennenswertem Ausmass. In den meisten EG-Ländern hielten sich demgegenüber die Zahl der neuen Arbeitsplätze und der Anstieg der Stellensuchenden ungefähr die Waage.

Hohe Auslastung der Kapazitäten — Anstieg der Beschäftigung

Gemischtes Bild der
Wirtschaftsentwicklung
in den Schwellen- und
Entwicklungsländern

Die wirtschaftliche Verfassung der Entwicklungs- und Schwellenländer zeigte im Jahre 1988 einige Lichtblicke, doch überwogen insgesamt die dunklen Töne. Die meisten nicht-erdölexportierenden Länder Lateinamerikas vermochten ihre Exporterlöse dank der kräftigen Nachfrage aus den Industrieländern und der Erhöhung wichtiger Rohstoffpreise zu steigern. Dadurch verminderte sich die an den Exporten gemessene Last des Schuldendienstes etwas. Namentlich in Argentinien und Brasilien verschärften sich aber die binnenwirtschaftlichen Probleme. Die Inflationsrate erreichte vierstellige Werte, und das reale Pro-Kopf-Einkommen bildete sich zurück. Auch in den stark vom Erdölexport abhängigen lateinamerikanischen und afrikanischen Ländern machten sich rezessive Tendenzen bemerkbar. In den meisten übrigen Ländern Afrikas blieb das reale Wirtschaftswachstum knapp hinter der Bevölkerungszunahme zurück. Als einzige Ländergruppe konnten die asiatischen Schwellenländer das Wachstum kräftig steigern. Sie profitierten dabei nicht zuletzt von der dynamischen Nachfrage aus Japan.

Wirtschaftliche
Zusammenarbeit:
Koordinierte Devisen-
marktinterventionen

Die Turbulenzen an den Finanz- und Devisenmärkten vom Herbst 1987 zeigten einmal mehr die enge wirtschaftliche Verflechtung der Industrieländer. Vor diesem Hintergrund bekräftigten die Industrieländer erneut ihre Bereitschaft zur wirtschaftspolitischen Zusammenarbeit. Ein konkretes Beispiel dafür bildeten die koordinierten Interventionen am Devisenmarkt, mit denen die Währungsbehörden zu Beginn des Jahres 1988 ein weiteres Abgleiten des amerikanischen Dollars zu verhindern versuchten. Im zweiten Quartal führten die restriktivere amerikanische Geldpolitik und die tendenzielle Verbesserung der amerikanischen Handelsbilanz zu einer Erstarkung des Dollars. Der Kursanstieg erreichte im Laufe des Sommers ein Ausmass, das die Bestrebungen der Industrieländer, die immer noch hohen aussenwirtschaftlichen Ungleichgewichte abzubauen, zu gefährden schien. Deshalb bemühten sich die Währungsbehörden, durch koordinierte Interventionen am Devisenmarkt eine weitere Erhöhung des Dollarkurses zu verhindern.

Restriktivere Geld-
politik in der zweiten
Jahreshälfte

Die Geldpolitik der meisten Industrieländer war in der ersten Jahreshälfte 1988 eher expansiv. Um die Jahresmitte strafften jedoch verschiedene europäische Zentralbanken ihren geldpolitischen Kurs. Die Leitzinsen wurden zwischen Juni und August und erneut im Dezember angehoben. Die Währungsbehörden reagierten damit auf das starke Wirtschaftswachstum, das vermehrt wieder Inflationsbefürchtungen aufkommen liess.

2. Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz

Gute Konjunkturlage in
der Schweiz

In der Schweiz verstärkte sich der Wirtschaftsaufschwung ebenfalls. Das Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts betrug im Jahre 1988 schätzungsweise 3,0%. Es fiel damit höher aus als im Jahre 1987. Die meisten Konjunkturforschungsinstitute hatten zu Beginn des Jahres unter dem Eindruck des Börseneinbruchs von Oktober 1987 mit einer Verlangsamung des Konjunkturauftriebes gerechnet.

Bemerkenswert war vor allem die deutliche Erholung der Exporte dank der lebhaf-ten Nachfrage des Auslandes nach Investitionsgütern. Die Binnenkonjunktur wurde vor allem vom privaten Konsum und der Bautätigkeit gestützt. Besonders dynamisch entwickelten sich die gewerblich-industriellen Bauinvestitionen. Dies deutet darauf hin, dass die Unternehmungen nicht nur Rationalisierungs- und Modernisierungsinvestitionen vornahmen, sondern vermehrt auch ihre Produktionskapazitäten ausweiteten. Die Ausrüstungsinvestitionen stiegen erneut kräftig.

Erhöhung der Exporte — kräftige Baukonjunktur

Die Industrieproduktion, die im zweiten Halbjahr 1987 markant gestiegen war, erhöhte sich weiter. Die Auslastung der technischen Kapazitäten überschritt erst-mals den Höchststand, der Mitte 1980 — im letzten Konjunkturzyklus — erreicht worden war. Die Beschäftigung in der Industrie stagnierte dagegen auf dem Vorjahresniveau. Viele Branchen klagten über einen Mangel an qualifizierten Arbeitskräf-ten. Im Baugewerbe und Dienstleistungssektor stieg die Beschäftigung erneut kräftig. Gesamthaft verminderte sich die bereits tiefe Zahl der Arbeitslosen weiter, während die offenen Stellen den Vorjahresstand deutlich übertrafen.

Höhere Kapazitäts-
auslastung
und Beschäftigung

Die lebhafte Binnennachfrage führte zu einem starken Anstieg des Importvolu-mens, so dass sich das Defizit der Handelsbilanz massiv ausweitete. Da gleichzeitig der traditionelle Überschuss aus dem Dienstleistungsverkehr schrumpfte, sank der Aktivsaldo der Ertragsbilanz.

Zunahme des Handels-
bilanzdefizites

Die Zinssätze am Geldmarkt bildeten sich Anfang 1988 vorübergehend zurück, da die Nationalbank das Angebot an Notenbankgeld nur schrittweise an den Rück-gang der Nachfrage anpasste, den die Einführung der neuen Liquiditätsvorschriften und die weiteren Fortschritte bei der Einführung des Interbank-Zahlungsver-kehrssystems (SIC) ausgelöst hatten. Um die Jahresmitte lagen die Geldmarktsätze wieder auf dem Vorjahresniveau. Die abrupten Zinsbewegungen am Geldmarkt wirkten sich relativ wenig auf die langfristigen Zinssätze aus. Im Jahresmittel war die Durchschnittsrendite von eidgenössischen Obligationen ungefähr gleich hoch wie 1987.

Schwankungen der
kurzfristigen Zins-
sätze — Stabilität
am Kapitalmarkt

Die am Konsumentenpreisindex gemessene Teuerung stieg von 1,4% im Jahre 1987 auf durchschnittlich 1,9%. Dazu trug vor allem der Preisauftrieb im Dienstleis-tungssektor bei. Teuerungsdämpfend wirkte dagegen der Rückgang der Erdöl-preise. Insgesamt blieb der Preisindex der Auslandgüter praktisch unverändert, während sich die inländischen Güter um 2,6% verteuerten.

Leichter Teuerungs-
anstieg

3. Zur Politik der Nationalbank

Grundlagen der Geldpolitik

Die Geldpolitik der Nationalbank ist darauf ausgerichtet, das Preisniveau in der Schweiz über einen längeren Zeitraum stabil zu halten. Unter dieser Zielsetzung muss die Notenbankgeldmenge im mittelfristigen Durchschnitt um rund 2% pro Jahr zunehmen. Bei der Festlegung der jährlichen Zielwerte berücksichtigt die Nationalbank neben dieser mittelfristigen Richtgrösse auch die jeweilige Wirtschaftslage und die Aussichten für das bevorstehende Jahr.

Geldmengenziel 1988

Für das Jahr 1988 hatte das Direktorium ein Ziel für das Wachstum der bereinigten Notenbankgeldmenge von 3% festgelegt. Damit wollte die Nationalbank zeigen, dass sie 1988 eine ähnliche Politik anstreben würde wie 1987, in dem die Notenbankgeldmenge um knapp 3% gewachsen war. Bei der Festlegung des Geldmengenziels im Dezember 1987, kurz nach dem Börsenkrach und vor dem Hintergrund eines schwächer werdenden Dollars, bestand Grund, eine bedeutende Abkühlung der Konjunktur im folgenden Jahr zu befürchten; dies sprach gegen eine restriktivere Geldpolitik. Gleichzeitig war sich die Nationalbank bewusst, dass die Einführung der neuen Liquiditätsvorschriften für die Banken und der weitere Ausbau des elektronischen Interbank-Zahlungsverkehrssystems (SIC) die Nachfrage der Banken nach Notenbankgeld verringern würden. Die Nationalbank unterstrich deshalb, dass das Geldmengenziel mehr als in anderen Jahren nur als Richtwert zu verstehen sei.

Unmöglichkeit,
das Geldmengenziel
von 3% einzuhalten

Tatsächlich ging die Liquiditätsnachfrage der Banken von Beginn des Jahres an erheblich zurück. Die Nationalbank musste aus diesem Grunde ihr Geldangebot anpassen, wenn ihr geldpolitischer Kurs dem vorgesehenen Restriktionsgrad entsprechen sollte. Sie baute deshalb den Bestand an Notenbankgeld 1988 um durchschnittlich 3,9% ab. Die Giroguthaben, die vom Rückgang der Reservenachfrage der Banken besonders betroffen wurden, gingen im Jahresdurchschnitt um fast 34% zurück; im vierten Quartal sanken sie sogar auf weniger als die Hälfte des Vorjahresstandes. Diese massive Abnahme ist in erster Linie auf die neuen Vorschriften über die Bankenliquidität zurückzuführen; daneben spielte auch der Ausbau des SIC-Systems eine bedeutende — allerdings nur schwer quantifizierbare — Rolle.

Neue Liquiditäts-vorschriften für die Banken

Die früher geltenden Vorschriften über die sogenannte «erste Liquidität» verpflichteten die Banken dazu, einen relativ hohen Anteil ihrer kurzfristigen Verbindlichkeiten mit Kassenmitteln zu decken. Die Einhaltung der Vorschriften wurde allerdings nur an den Monatsenden überprüft. Ende 1987 belief sich die gesetzlich geforderte Kassenliquidität auf rund 18 Mrd Franken. Gemäss den neuen, seit dem 1. Januar 1988 geltenden Vorschriften über die Kassenliquidität muss jedes dem Bankengesetz unterstellte Institut im Monatsdurchschnitt (vom 20. eines Monats bis zum 19. des folgenden Monats) einen Bestand an flüssigen Mitteln halten, der mindestens 2,5% aller Einlagen auf Sicht und auf Zeit (mit Fälligkeit innert 30 Tagen) entspricht;

Spargelder sind mit dem gleichen Satz zu unterlegen, werden aber nur mit 20% berücksichtigt. Die gesetzlich geforderten Kassenmittel der Banken betragen 1988 durchschnittlich 4,5 Mrd Franken. Die Banken hielten aber wesentlich höhere Kassenbestände. Sie erreichten 1988 durchschnittlich 9,6 Mrd Franken; davon entfielen 3 Mrd auf Bargeld, 0,8 Mrd auf Postcheckguthaben und 5,8 auf Giroguthaben bei der Nationalbank.

Die neuen Liquiditätsvorschriften änderten das Verhalten der Banken. An den Monatsenden beanspruchten sie keine zusätzlichen liquiden Mittel mehr, wie dies unter der früheren Regelung der Fall gewesen war. Nur an den Quartalsenden waren noch Nachfragespitzen bei den Giroguthaben zu beobachten, da einzelne Banken in ihren vierteljährlich veröffentlichten Bilanzen eine höhere Kassenliquidität ausweisen wollten. Da die Nationalbank dieses «Window dressing» im Jahre 1988 durch zusätzliche Giroguthaben finanzierte, waren die Tagesgeldsätze stabiler als früher. Die Spitzenwerte von nicht selten über 50%, die an den Monatsenden typischerweise aufgetreten waren, verschwanden.

Die Banken fragten aber nicht nur am Ultimo, sondern auch während des Monats weniger Giroguthaben nach. Zwei Gründe sind dafür verantwortlich. Erstens erfordern die neuen Liquiditätsvorschriften auch innerhalb des Monats einen geringeren Kassenbestand als die alten Bestimmungen, obwohl deren Einhaltung nur am Monatsende kontrolliert wurde: Da die Nationalbank unter der alten Regelung nämlich nicht bereit gewesen war, die gesamte gesetzlich geforderte Liquidität in Form von ein- oder zweitägigen Krediten über das Monatsende bereitzustellen, musste das Bankensystem einen Teil der Kassenmittel längerfristig borgen und somit den Monat hindurch halten. Der Geldmarkt war deshalb zeitweise innerhalb des Monats so liquide, dass der Tagesgeldsatz gegen Null sank. Zweitens benötigen die Banken dank des SIC-Systems weniger Notenbankgeld als früher, um den Zahlungsverkehr abzuwickeln. Beim alten Zahlungssystem konnten sie nämlich den genauen Stand ihres Girokontos erst beim Tagesabschluss erfahren; dies zwang sie, in ihre tägliche Kassenplanung eine gewisse Sicherheitsmarge einzubauen. Da die Banken im SIC jederzeit über ihre Kontosituation im Bilde sind, ist diese zusätzliche Nachfrage weitgehend verschwunden. Als Brutto-Zahlungssystem, in dem die Zahlungen einzeln ausgeführt werden, verlangt das SIC jedoch einen erheblichen Bestand an Giroguthaben; es unterscheidet sich darin von einem Netto-Zahlungssystem, in dem nur der Spitzenausgleich mittels Giroguthaben vollzogen wird.

Die Nationalbank reagierte auf den drastischen Rückgang der Liquiditätsnachfrage ab Anfang 1988 vorsichtig. Im Januar baute sie die den Banken am Jahresultimo zur Verfügung gestellte Liquidität nicht rascher ab als in früheren Jahren. Sie wollte damit den Banken nicht nur die nötige Zeit lassen, sich an das neue gesetzliche Umfeld zu gewöhnen, sondern auch verhindern, dass an den Monatsenden noch Spitzen in der Nachfrage nach Giroguthaben auftreten. Zwischen Februar und Anfang Juni reduzierte sie ihr Geldangebot alle zwei Wochen um rund 500 Mio

Geringere Nachfrage
der Banken am Monats-
ende...

...und während des
Monats

Schrittweise
Verringerung des
Liquiditätsangebots im
ersten Halbjahr

Gründe für die vorsichtige Haltung der Nationalbank während des ersten Halbjahrs

Franken. Die Geldmarktsätze, die Ende Januar sehr stark gesunken waren (der Einmonatssatz lag damals unter 1%), stiegen in der Folge nach und nach an und erreichten ab Juni wieder ein ähnliches Niveau wie in der Vorjahresperiode. Am Ende des Frühjahrs, als sich die Giroguthaben zwischen 5 und 5,5 Mrd Franken bewegten, verknappte die Nationalbank die Liquidität vorerst nicht weiter, um die Auswirkungen der bis dahin betriebenen Politik auf den Markt während eines längeren Zeitraums bewerten zu können.

Normalisierung der Lage im zweiten Halbjahr

Das behutsame Vorgehen der Nationalbank — im Rückblick auf die Anpassungsphase mag es als zu vorsichtig beurteilt werden — schien aus verschiedenen Gründen angebracht. Nach dem Börsenkrach war die weitere Konjunkturentwicklung ungewiss. Eine zu starke Verknappung des Geldangebots hätte die Gefahr einer übermässigen Kurssteigerung des Frankens heraufbeschworen und die Schweiz möglicherweise an den Rand einer Rezession gebracht. Die Nationalbank konnte zudem das Ausmass des Nachfragerückgangs nicht genau einschätzen. Sie wollte aber trotz dieser Ungewissheit nicht von ihrer bisherigen Praxis der direkten Geldmengensteuerung abweichen und vorübergehend ein Zinsziel festsetzen. Die Banken hätten sonst vermutlich ihre Kassenbestände auf ein Minimum reduziert und darauf vertraut, sich bei einem unerwarteten Mangel an Notenbankgeld bei der Nationalbank unbeschränkt refinanzieren zu können. Eine spätere Rückkehr zur traditionellen Methode der direkten Kontrolle der Notenbankgeldmenge wäre mit Schwierigkeiten verbunden gewesen. Der tiefe Stand der Girokonten hätte ein reibungsloses Funktionieren des SIC-Systems kaum mehr gewährleistet, und die Banken wären regelmässig auf zusätzliche Refinanzierungskredite angewiesen gewesen. Um diese Probleme zu vermeiden, zog es die Nationalbank vor, ihr Geldangebot schrittweise zu verringern und den Geldmarktsatz bloss als Indikator und nicht als Ziel ihrer Politik einzusetzen. Dieses Vorgehen verzögerte jedoch zwangsläufig den Wiederanstieg der Zinssätze auf ein normales Niveau.

Restriktionsgrad der Geldpolitik 1988

Im zweiten Halbjahr ging die Liquiditätsnachfrage langsamer zurück als in der ersten Jahreshälfte. Von Mitte Juni bis Ende des Jahres sanken die Giroguthaben von 5,5 auf 4 Mrd Franken. Im Juli erhöhten die Banken ihre Kassenbestände sogar vorübergehend, weil das SIC-System weiter ausgebaut wurde: Weitere Interbankzahlungen, die bisher über Magnetbänder abgewickelt worden waren, wurden neu direkt über das SIC geleitet. Dadurch erhöhten sich die pro Tag über das SIC ausgeführten Zahlungen um durchschnittlich mehr als 100 000 Transaktionen. Da bei dieser Erweiterung zunächst technische Engpässe auftraten, brauchten einige Institute mehr flüssige Mittel für ihre Zahlungen, so dass die Nachfrage nach Notenbankgeld insgesamt stieg. Nachdem diese Probleme überwunden waren, bildete sich der Stand der Giroguthaben jedoch wieder zurück.

Über das gesamte Jahre betrachtet, war die Geldpolitik leicht expansiver als vorgesehen. Dies gilt besonders in bezug auf das erste Halbjahr, in dem die Nationalbank nur schrittweise auf den Nachfragerückgang reagierte und die Zinssätze deshalb stark zurückgingen. Nachdem der Anpassungsprozess grösstenteils abgeschlos-

sen war, entsprach die Geldpolitik ab Juni wieder ungefähr dem gewünschten Kurs. Die kurzfristigen Zinssätze bewegten sich bis Oktober zwischen 3,4% und 4,0%; sie lagen damit im Bereich des Vorjahres. Ab November wurde die Geldpolitik gestrafft, und die Zinssätze stiegen auf über 4%. Die Geldpolitik war jedoch 1988 trotz dieser Korrektur insgesamt expansiver als ursprünglich beabsichtigt.

Die Nationalbank ist gewillt, das Wachstum der Geldmenge wieder auf ein Niveau zurückzuführen, das mit dem Ziel der Preisstabilität vereinbar ist. Sie hat dazu um so mehr Anlass, als die Konjunktur in der Schweiz Zeichen einer Überhitzung zeigt. Das Direktorium legte deshalb im Einvernehmen mit dem Bundesrat das Geldmengenziel für 1989 auf 2% fest. Um einen Basiseffekt, der durch die Entwicklung der Geldmenge im Jahre 1988 entstehen könnte, zu vermeiden, wurde als Berechnungsgrundlage das im Durchschnitt des vierten Quartals 1988 erreichte Niveau der bereinigten Notenbankgeldmenge gewählt. Das Ziel ist definiert als arithmetisches Mittel aus den zwölf (jeweils auf ein Jahr hochgerechneten) monatlichen Zuwachsralten gegenüber dem vierten Quartal 1988 und beruht neu auf saisonbereinigten Werten. Wie in den vergangenen Jahren ist das Geldmengenziel als Richtlinie zu verstehen. Die Anpassung an die neuen Liquiditätsvorschriften und an das SIC ist möglicherweise noch nicht ganz abgeschlossen. Das Direktorium behält sich vor, vom Ziel abzuweichen, falls dies als angezeigt erscheinen sollte.

Geldmengenziel 1989

B. Entwicklung der Weltwirtschaft

1. Konjunkturelle Entwicklung

Hohes Wirtschaftswachstum in den Industrieländern

Das Wirtschaftswachstum der Industrieländer beschleunigte sich im Jahre 1988, obwohl nach dem Börsenkrach allgemein eine Konjunkturabflachung vorausgesagt worden war. Das reale Bruttonsozialprodukt der OECD-Länder stieg gemäss vorläufigen Schätzungen um durchschnittlich 4%, der höchste Wert seit 1984. Im Vorjahr hatte das Wachstum 3,3% betragen.

Aussenhandel als Wachstumsmotor in den Vereinigten Staaten

In den Vereinigten Staaten beschleunigte sich der bereits sechs Jahre andauernde Wirtschaftsaufschwung leicht. Das reale Bruttonsozialprodukt stieg um 3,7%, gegenüber 3,4% im Vorjahr. Ohne dendürrebedingten Produktionsausfall in der Landwirtschaft wäre die Wachstumsrate um 0,4 Prozentpunkte höher ausgefallen. Dank einer markanten Zunahme der Exporte wirkte der Aussenhandel als wichtiger Wachstumsmotor. Überdies stiegen die Ausrüstungsinvestitionen deutlich, während der Wohnungsbau und die gewerblichen Bauten praktisch auf dem Vorjahresniveau verharren.

Starke Binnennachfrage in Japan

Besonders ausgeprägt war die Beschleunigung des Wirtschaftswachstums in Japan. Das reale Bruttonsozialprodukt stieg um 5,8% (Vorjahr: 4,3%). Dies ist erneut die höchste Zuwachsrate unter den grossen Industrieländern. Hauptstütze der Konjunktur war im wesentlichen die Binnennachfrage. Der Wandel Japans von einer export- zu einer binnengewirtschaftlich orientierten Volkswirtschaft lässt sich auf die folgenden Ursachen zurückführen: Einmal verabschiedete die japanische Regierung im Fiskaljahr 1987 ein Bauinvestitionsprogramm, dessen Impulse auch 1988 spürbar waren. Ausserdem stieg der Konsum als Folge von starken Lohnerhöhungen und Steuerermässigungen. Diese beiden Faktoren wurden im weiteren durch einen deutlichen Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen verstärkt, da die höhere Binnennachfrage eine Ausweitung der Produktionskapazitäten erforderte.

Breitere Konjunkturabstützung in Europa als im Vorjahr

In Europa war die Konjunktur 1988 breiter abgestützt als im Vorjahr. Neben dem privaten Konsum, der auch im Jahre 1988 wieder um rund 3% zunahm, stiegen die privaten Ausrüstungs- und die gewerblichen Bauinvestitionen im Vergleich zum Vorjahr deutlich. Dank des günstigen internationalen Umfeldes trugen auch die Exporte zum Wirtschaftsaufschwung bei. Da jedoch die realen Einfuhren stärker als die realen Ausfuhren zunahmen, ging vom Aussenhandel wie im Vorjahr ein negativer Wachstumsimpuls aus.

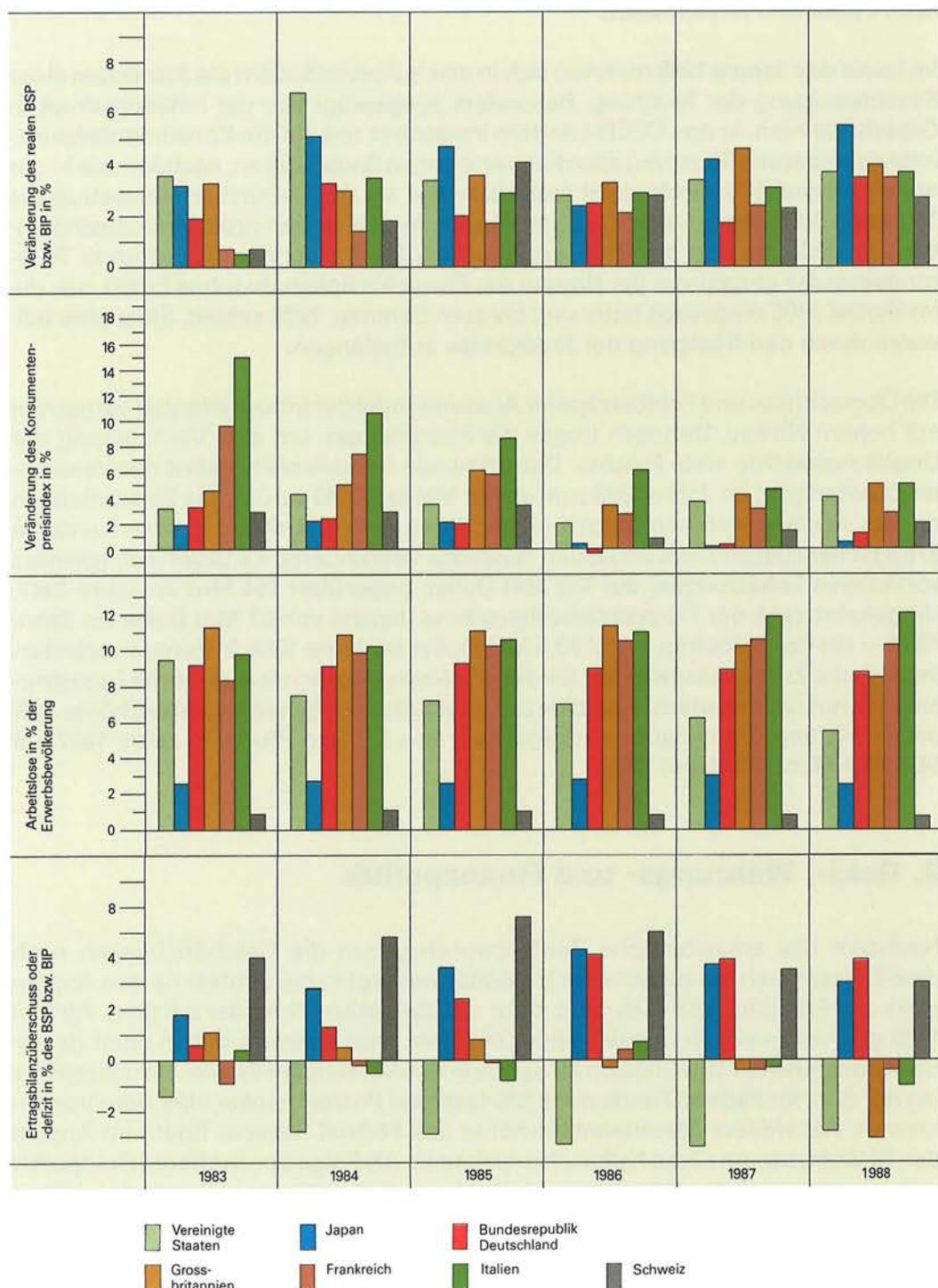
Weiterhin starkes Wachstum in Grossbritannien

Das reale Wachstum lag in der Bundesrepublik Deutschland, Frankreich und Italien mit etwa 3,5% deutlich über jenem des Vorjahres. In Grossbritannien ging zwar die Zuwachsrate des Bruttoinlandprodukts im Vergleich zum Vorjahr infolge der stark gestiegenen Importe etwas zurück, belief sich aber immer noch auf rund 4%. Sie war damit erneut höher als in den übrigen europäischen Ländern.

Beschäftigung in allen OECD-Ländern gestiegen; Arbeitslosenquote hingegen nicht überall gesunken

Die Beschäftigung nahm in beinahe sämtlichen OECD-Ländern dank der verbesserten Wirtschaftslage weiterhin zu. In den Vereinigten Staaten stieg sie um rund 2%, und die Arbeitslosenquote sank mit 5,4% auf den tiefsten Stand seit 1974. Auch in Japan verbesserte sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt. In Europa hingegen sank

Wirtschaftsindikatoren ausgewählter Länder



Anziehende Teuerung
in den OECD-Ländern

die Arbeitslosenquote nur in vereinzelten Ländern. Während sie in Grossbritannien merklich zurückging, blieb sie in der Bundesrepublik Deutschland, Frankreich und Italien praktisch unverändert.

Erstmaliger Rückgang
des amerikanischen
Handelsbilanzdefizits
seit 1980

Im Laufe des Jahres 1988 mehrten sich in den Industrieländern die Anzeichen einer Beschleunigung der Teuerung. Besonders ausgeprägt war der Inflationsdruck in Grossbritannien. In den OECD-Ländern insgesamt zog die am Konsumentenpreisindex gemessene Teuerung allerdings erst gegen Ende 1988 an, nachdem sie in der ersten Jahreshälfte noch stabil geblieben war. Im OECD-Durchschnitt betrug die Teuerung 3,8%, gegenüber 3,2% im Vorjahr. In den sieben grössten Industrieländern erhöhte sie sich auf 3,1%, gegenüber 2,8% im Vorjahr. Bedeutende Teuerungsimpulse gingen von der Hause der Preise für Rohstoffe (ohne Erdöl) aus, die im Herbst 1986 eingesetzt hatte und bis zum Sommer 1988 anhielt. Sie wurde teilweise durch den Rückgang der Erdölpreise aufgefangen.

Die Überschüsse und Fehlbeträge im Aussenhandel der Industrieländer verharrten auf hohem Niveau. Dennoch trugen die Bemühungen um eine Verringerung der Ungleichgewichte erste Früchte. Das nominale Handelsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten ging im Jahre 1988 zum ersten Mal seit 1980 zurück. Die Zinszahlungen an das Ausland nahmen jedoch weiterhin zu, so dass sich das amerikanische Ertragsbilanzdefizit nicht im selben Ausmass verminderte. Es belief sich (gemäss vorläufigen Schätzungen) auf 133 Mrd Dollar, gegenüber 154 Mrd im Jahre 1987. Umgekehrt sank der Ertragsbilanzüberschuss Japans von 87 Mrd Dollar im Jahre 1987 — ein Rekordbetrag — auf 79,5 Mrd Dollar im Jahre 1988. In Europa veränderten sich die Ertragsbilanzsalden für die einzelnen Länder mit Ausnahme Grossbritanniens nur unwesentlich. Als Folge der markant gestiegenen Importe erhöhte sich der Fehlbetrag der britischen Ertragsbilanz von 2,7 Mrd Pfund im Jahre 1987 auf 14,3 Mrd Pfund im Jahre 1988.

2. Geld-, Währungs- und Finanzpolitik

Straffere Geldpolitik in
den Vereinigten
Staaten ab Jahresmitte

Nachdem das amerikanische Zentralbankensystem die Geschäftsbanken nach dem Börsenkrach mit zusätzlicher Liquidität versorgt hatte, richtete es sein Augenmerk seit Frühjahr 1988 mehr und mehr auf die Bekämpfung der Inflation. Ab Mai 1988 ging es zu einem restriktiveren Kurs über. Dies äusserte sich in einer deutlichen Zunahme der kurzfristigen Zinssätze in den Vereinigten Staaten. Im Dezember lag der Satz für Federal Funds mit 8,5% fast zwei Prozentpunkte über dem Vorjahreswert. Als weitere Massnahme erhöhte das Federal Reserve Board im August den Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt. Als Folge der strafferen Geldpolitik verlangsamte sich das Wachstum der Geldmengenaggregate im Laufe des Jahres 1988. Im Gegensatz zu den kurzfristigen Zinsen lagen die Renditen langfristiger Bundesanleihen im Dezember 1988 mit 9,0% immer noch ungefähr auf dem Vorjahresstand.

In der Bundesrepublik Deutschland übertraf das Wachstum der Geldmenge M_3 während des ganzen Jahres den Zielkorridor von 3—6%. Angesichts der steigenden Teuerung und des über Erwarten starken Konjunkturaufschwungs zog auch die Bundesbank die geldpolitischen Zügel an. Sie hob Ende Juni und Ende August den Diskontsatz sowie Ende Juli den Lombardsatz um je 0,5 Prozentpunkte an. Mitte Dezember erhöhte sie den Lombardsatz noch einmal um 0,5 Prozentpunkte auf 5,5%. Verschiedene andere europäische Zentralbanken erhöhten zur gleichen Zeit Diskont- und Lombardsätze. Der Zinssatz für dreimonatige DM-Anlagen auf dem Euromarkt stieg von 3,3% im April auf 5,3% Ende Jahr.

Restriktivere Geldpolitik auch in der BRD

Verschiedene europäische Zentralbanken, insbesondere die Bank von Italien, mussten wiederholt am Devisenmarkt intervenieren, um die Wechselkurse innerhalb der Anfang 1987 neu festgelegten Bandbreiten des Europäischen Währungssystems (EWS) zu halten. Als zusätzliche Massnahme erhöhte die Bank von Italien im August ihren Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt. Die Bank von Frankreich machte in der zweiten Jahreshälfte 1988 die im Mai und Juli erfolgte Herabsetzung der beiden Interventionssätze am Geldmarkt rückgängig, weil die Zinssteigerungen in anderen europäischen Ländern den französischen Franken geschwächt hatten. Die britischen Währungsbehörden gaben im Frühjahr 1988 ihre seit dem Vorjahr verfolgte Politik der Stabilisierung des Pfund/D-Mark-Wechselkurses wieder auf. Um die steigende Inflation einzudämmen, erhöhte die Bank of England im ersten Quartal ihren Interventionssatz am Geldmarkt. Als das Pfund Sterling in der Folge unter Aufwertungsdruck geriet, nahm sie die Zinserhöhung zunächst zurück. In der zweiten Jahreshälfte ließ sie jedoch das Zinsniveau ungeachtet der Aufwertung des Pfundes weiter steigen. Die Bank of Japan tolerierte auch im Jahre 1988

Geldpolitische Massnahmen in Japan, Großbritannien, Frankreich und Italien

Monetäre Zielgrößen in ausgewählten Ländern

Land	Zielgröße	Zielperiode	Ziel	effektives Wachstum
Vereinigte Staaten von Amerika	M_2	4. Quartal 1987 bis	4 bis 8%	5,3%
	M_3	4. Quartal 1988	4 bis 8%	6,2%
Vereinigtes Königreich	M_0	April 1987 bis März 1988	1 bis 5% ¹	5 % ²
Bundesrepublik Deutschland	M_3	4. Quartal 1987 bis 4. Quartal 1988	3 bis 6%	6,7%
Frankreich	M_2	4. Quartal 1987 bis 4. Quartal 1988	4 bis 6%	3,8%
Japan	$M_2 + CD$	4. Quartal 1987 bis 4. Quartal 1988	10 bis 11% ³	10,6%
Schweiz	bereinigte Notenbank-geldmenge	Kalenderjahr 1988	3%	-3,9%

¹ Veränderung gegenüber Vorjahresmonat

² Dezember 1988 gegenüber Dezember 1987

³ Projektion

Der Kursverlauf wichtiger Währungen in Dollar



ein starkes Geldmengenwachstum. Allerdings reduzierte sie das Geldmengenwachstum in der zweiten Jahreshälfte leicht.

Der amerikanische Dollar, der Ende 1987 gegenüber der D-Mark und dem japanischen Yen einen Tiefstand erreicht hatte, gewann in der ersten Jahreshälfte 1988 wieder an Wert. Die Erholung des Dollars wurde in den ersten vier Monaten durch Stützungskäufe einer Reihe von Zentralbanken begünstigt. Weiteren Auftrieb erhielt der Dollar im Laufe des Sommers, als sich das amerikanische Handelsbilanzdefizit zurückbildete und das Federal Reserve System zu einer strafferen Geldpolitik überging. Um den Kursauftrieb der amerikanischen Währung in Grenzen zu halten, intervenierten die meisten Zentralbanken in den Monaten Mai bis August mit massiven Dollarverkäufen. Als weitere Abwehrmassnahme wurden im Sommer die Leitzinsen verschiedener europäischer Zentralbanken erhöht. In den Monaten Oktober bis Dezember geriet der Dollar hingegen erneut unter Druck, nachdem das amerikanische Handelsbilanzdefizit und die Konjunkturprognosen für die Vereinigten Staaten ungünstiger als erwartet ausgefallen waren. Zur Kursstützung kauften verschiedene Zentralbanken in den Monaten November und Dezember wieder Dollars. Die Wechselkurse des Dollars für die wichtigen Währungen lagen im Jahresdurchschnitt 1988 insgesamt nur geringfügig unter den Vorjahreswerten. Das Pfund Sterling wertete sich gegenüber den Währungen anderer europäischer Länder als Folge der restriktiveren britischen Geldpolitik um die Jahresmitte auf.

Dollarkursverlauf und
Devisenmarktinterventionen

Das durchschnittliche Haushaltsdefizit der OECD-Länder sank im Jahre 1988 auf 2,0% des Bruttonsozialproduktes (Vorjahr: 2,5%). Diese Verbesserung ist hauptsächlich auf den weltweiten Konjunkturaufschwung zurückzuführen; wird der Fehlbetrag um die konjunkturbedingten Änderungen der Staatseinnahmen und -ausgaben bereinigt, blieb er im OECD-Durchschnitt weitgehend stabil. Das Haushaltsdefizit der Vereinigten Staaten nahm im Fiskaljahr 1988 um 5,4 Mrd Dollar auf 155,1 Mrd Dollar zu, während es im Vorjahr um 71 Mrd Dollar gesunken war.

Leichte Zunahme des
amerikanischen
Budgetdefizits

Die Fiskalbehörden mehrerer Länder planten oder verwirklichten im Jahre 1988 Steuerreformen mit dem Ziel, hohe, wachstumsemmende Grenzsteuersätze zu senken. Da sie sich gleichzeitig um eine weitere Verringerung ihrer Haushaltsdefizite bemühten, waren sie bestrebt, die Steuerreformen so zu gestalten, dass sie eine neutrale Wirkung auf die Steuereinnahmen ausübten. So wurde in Japan die Einführung einer dreiprozentigen Mehrwertsteuer auf den 1. April 1989 beschlossen, um den Einnahmenausfall bei den direkten Steuern auszugleichen. In der Bundesrepublik Deutschland setzten die Behörden den zweiten Teil eines grösseren Steuerpakets in Kraft. Zusätzlich zogen sie eine erst für 1990 vorgesehene steuerliche Entlastung von 5 Mrd D-Mark vor. In Grossbritannien ergab sich im Fiskaljahr 1988/89 ein bedeutender Haushaltsüberschuss, obschon der maximale Einkommenssteuersatz von 60% auf 40% reduziert worden war.

Steuerreformen

3. Finanzmärkte

Erster Schritt zur
Konvergenz der
Bankenaufsicht

Die Umstrukturierung der Finanzmärkte setzte sich im Jahre 1988 fort. Die zunehmende Liberalisierung im Finanzbereich verstärkte den internationalen Wettbewerb und macht eine Angleichung der nationalen Aufsichtssysteme über die Kredit- und Wertpapiermärkte dringlich. Ein konkreter Schritt zur Konvergenz der Bankenaufsicht wurde im Rahmen der Zehnergruppe durch die Verabschiedung von Richtlinien für einen einheitlichen, risikobezogenen Eigenkapitalstandard für international tätige Banken (Basler-Modell) getan. Im Wertpapierbereich steckt die internationale Koordination der Aufsicht hingegen immer noch in den Anfängen. Der Aktienkurseinbruch förderte die Bestrebungen nationaler Aufsichtsorgane, von sich aus Verbesserungen zur Überwachung der Wertpapiermärkte einzuführen. Dazu zählen die Verschärfung der Deckungserfordernisse für Finanztermingeschäfte und die Einführung von Preislimiten an Futures- oder Kassamärkten in mehreren Ländern.

Anhaltende Zunahme
des Emissions- und
Kreditvolumens

Das grenzüberschreitende Emissions- und Kreditvolumen lag in den ersten drei Quartalen des Jahres 1988 mit 337 Mrd Dollar um 14,5% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Während die Syndikatkredite und die Emission festverzinslicher Wertpapiere um 45,8% bzw. 15,1% stiegen, bildete sich die Ausgabe von Aktien als Folge des Börsenkrachs um 63,3% zurück. Die Anleihen mit festen Zinssätzen erreichten mit 122 Mrd Dollar einen neuen Rekord. Ferner verdoppelte sich der Wert der Anleihen mit variablen Zinssätzen auf über 14 Mrd Dollar. Diese Zunahme geht vor allem auf die wachsende Bedeutung des Euro-Sterling-Marktes zurück. Die Anleihen mit Eigenkapitalbezug (Wandelanleihen und Anleihen mit Option zum Aktienbezug) lagen mit 33 Mrd Dollar um 15,7% unter dem Vorjahreswert.

Hoher Anteil der
OECD-Schuldner an
Konsortialkrediten

Der weltweite Konjunkturaufschwung, die Finanzierung von Übernahmen grosser Unternehmungen sowie der Rückgang der langfristigen Zinssätze trugen zur Wiederbelebung des Kreditgeschäftes bei. Daraus lässt sich hingegen keine Rückkehr zu den Finanzierungsmustern der frühen achtziger Jahre erkennen, als die Länder Osteuropas und der Dritten Welt als Schuldner am Konsortialkreditmarkt dominierten. 81,7% der gesamten Konsortialkredite entfielen auf OECD-Schuldner (Durchschnitt 1985—1987: rund 68%). Der Anteil der grenzüberschreitenden Kredite, die auf US-Dollar lauteten, stieg zu Lasten des Pfunds Sterling und des japanischen Yen um rund 10 Prozentpunkte auf 75,6%. Sehr beliebt waren Fazilitäten mit Mehrfachoptionen, die es dem Kreditnehmer erlaubten, die Mittel in verschiedenen Währungen und innerhalb einer bestimmten Zeitspanne zu beanspruchen. Bemerkenswert war auch die Tatsache, dass sich die internationale Geschäftstätigkeit der japanischen Banken im zweiten Quartal deutlich verlangsamte. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) führte dies teilweise auf saisonale Faktoren sowie auf die sich aus dem Basler-Modell ergebende Verpflichtung der japanischen Banken, ihre Eigenkapitalbasis zu verstärken, zurück.

An den meisten wichtigen Aktienmärkten erholten sich die Kurse 1988 deutlich von den Folgen des Börsenkrachs von Oktober 1987. Sie lagen allerdings grösstenteils immer noch deutlich unter dem kurz vor dem Aktiensturz erreichten Höchststand. Eine Ausnahme bildete lediglich Japan, wo die Aktienkurse 1988 Rekordwerte erzielten. Die schweizerischen Aktienkurse stiegen 1988 gemäss SBV-Gesamtindex durchschnittlich um 21,4%. Währungsbereinigt ist dies im internationalen Vergleich ein bescheidener Anstieg.

Aktienkursniveau unter
jenem des Vorjahres

4. Internationale Verschuldung und monetäre Zusammenarbeit

Die wirtschaftliche Lage der Entwicklungsländer blieb auch im Jahre 1988 prekär. Das Wirtschaftswachstum war insgesamt schwach, obschon zwischen den einzelnen Ländergruppen beträchtliche Unterschiede bestanden. Während das reale Pro-Kopf-Einkommen in den asiatischen Schwellenländern um mehr als 5,5% wuchs, blieb es in den afrikanischen Ländern südlich der Sahara konstant und ging in den lateinamerikanischen Ländern sogar zurück. Die Verringerung des Lebensstandards in Lateinamerika ging mit einer Verschärfung der Inflation und einer Zunahme der Haushaltsdefizite einher. Auch die Wachstumsaussichten sind in Lateinamerika eher düster, da die Investitionsausgaben nicht mehr so kräftig steigen wie früher. Diese verharren seit 1983 auf einem Niveau von rund 18% des Bruttoinlandprodukts, nachdem sie im Durchschnitt der siebziger Jahre noch 23% betragen hatten. Die Ertragsbilanzen der Entwicklungsländer verschlechterten sich 1988 insgesamt, wobei dies hauptsächlich auf die erdölexportierenden Länder zutrifft.

Beträchtliche Wachstumsunterschiede unter den Entwicklungsländern

Die zweigleisige Strategie zur Bewältigung des Schuldenproblems, die im Jahre 1986 in Diskussion kam, wurde im Jahre 1988 weiterverfolgt. Sie besteht darin, die Schwellenländer und die ärmsten Entwicklungsländer unterschiedlich zu behandeln. Im Falle der Schwellenländer schliessen die Regierungen der Gläubigerstaaten einen generellen Schuldenerlass aus. Insbesondere lehnen sie eine Übertragung von Risiken, die von privaten Geldgebern eingegangen wurden, auf staatliche Institutionen ab. Dennoch unterstützen sie die Bemühungen der Schwellenländer um eine Verringerung ihrer Schuldenlast, die jedoch auf freiwilliger Basis und zu den geltenden Marktbedingungen erfolgen soll. Im Einklang mit dieser Strategie wurde im Jahre 1988 versucht, verschiedene marktkonforme Möglichkeiten für eine Erleichterung der Schuldenlast auszuschöpfen. Einige Schwellenländer wandelten ausländische Bankschulden zu unterschiedlichen Bedingungen in Wertschriften um. So bot Mexiko den Gläubigern an, seine Bankschulden mit Abschlag zurückzukaufen und in Obligationenanleihen umzuwandeln; deren Rückzahlung ist durch mexikanische Guthaben, die beim amerikanischen Schatzamt in Form von

Fortsetzung der zweigleisigen Schuldenstrategie

Verschiedene kredit-politische Änderungen des IWF

couponlosen Obligationen (zero-coupons bonds) gehalten werden, gewährleistet. Für die ärmsten Entwicklungsländer wurde ein anderes Vorgehen gewählt. So wie-
sen die Staats- und Regierungschefs der sieben grössten Industrienationen anläss-
lich des Weltwirtschaftsgipfels von Toronto erneut darauf hin, dass Zugeständnisse
an die ärmsten Entwicklungsländer unumgänglich seien. Dabei kann es sich um
Umschuldungsvereinbarungen zu Vorzugszinsen, um die Verlängerung von Rück-
zahlungsfristen oder um einen teilweisen Erlass der Verpflichtungen, die aus dem
Schuldendienst resultieren, handeln. Die Gläubigerstaaten sind beauftragt, diese
Strategie im Rahmen des Pariser Klubs anzuwenden.

Der Internationale Währungsfonds (IWF) spielte weiterhin eine entscheidende Rolle bei der Gestaltung der Schuldenstrategie. Einerseits koordinierte er wie bis-
her die Kreditfähigkeit privater und offizieller Geldgeber, indem er zusammen mit den Schuldnerländern Strukturanpassungsprogramme ausarbeitete und die Bedingungen, die er an seine eigenen Kredite knüpft, durchsetzte. Andererseits modifizierte er seine Kreditpolitik in verschiedener Hinsicht. So änderte er die Anwendungsbestimmungen für die Erweiterte Fondsfasilität (Extended Fund Facility; EFF). Ferner ergänzte er die Kompensierende Finanzierungsfazilität durch die sogenannte Eventualfazilität, woraus die Eventual- und Kompensierende Finanzie-
rungs-Fazilität (Contingency and Compensatory Financing Facility; CCFF) ent-
stand. Mit diesem Instrument soll eine Ausgleichsmöglichkeit für Zahlungsbilanz-
defizite zur Verfügung gestellt werden, die aufgrund einer unvorhergesehenen Erhöhung der Zinssätze oder der Einfuhrpreise entstehen. Im Hinblick auf die ärm-
sten Entwicklungsländer baute der IWF insbesondere seine Strukturanpassungsfazilität aus, woraus die Erweiterte Strukturanpassungsfazilität (Enhanced Structural Adjustment Facility; ESAF) entstand. Die Schweizerische Eidgenossenschaft betei-
ligt sich mit einem Kredit in der Höhe von 200 Mio Sonderziehungsrechten (SZR)
daran. Dieser zinslose Kredit ist spätestens in 10½ Jahren rückzahlbar.