

An der Sitzung des Bankrates der Schweizerischen Nationalbank vom 12. Dezember 1969 hat Dr. E. Stopper, Präsident des Direktoriums, folgendes ausgeführt:

Die weltwirtschaftlichen Entwicklungstendenzen

Anhaltender Nachfragedruck und inflatorische Lohn- und Preisauftriebstendenzen kennzeichnen weiterhin die internationale Wirtschaftsentwicklung der letzten Monate des zu Ende gehenden Jahres. Während sich in den Vereinigten Staaten die Konjunktur bei unvermindertem Preisanstieg nur sehr zögernd abzuschwächen beginnt, befindet sich in den meisten kontinentaleuropäischen Ländern die Wirtschaft in einer starken, teilweise von einer besonders ausgeprägten Lohnhausse begleiteten Expansion. Dabei sind Produktionskapazitäten und Arbeitsmarkt fast allgemein bis aufs äusserste ausgelastet. In Großbritannien ist in den vergangenen Monaten ebenfalls wieder eine beschleunigte Ausweitung der inländischen Nachfrage festzustellen.

Nach den Berechnungen der OECD dürfte die generelle, am gesamten Sozialprodukt gemessene Preissteigerung 1969 im Bereiche ihrer Mitgliedstaaten annähernd 5% ausmachen. Im vergangenen Jahr hatte sie weniger als 4% und im Durchschnitt der vorausgegangenen zehn Jahre 1958-1967 lediglich 2,5% betragen. Unter dem Einfluß der inflatorischen Nachfrageausweitung in Europa und in Japan wird das reale Wachstum im laufenden Jahr trotz der Abschwächung in den Vereinigten Staaten wie auch, vor allem während des ersten Semesters, in Großbritannien gegen 5% erreichen und damit die ungewöhnlich hohe Wachstumsrate von knapp 6% im Jahre 1968 nur wenig unterschreiten. Der verstärkte Preisanstieg wie teilweise wohl auch die Verlagerung der wirtschaftlichen Expansion von den Vereinigten Staaten auf eine größere Zahl kleiner Länder hatten einen kräftigen Aufschwung des internationalen Handels zur Folge. Das Handelsvolumen der OECD-Länder wird 1969 um 16% zunehmen, während der Zuwachs 1968 etwas mehr als 12% erreichte. Die bisher getroffenen Maßnahmen zur Eindämmung der Überhitzungstendenzen haben sich im wesentlichen als wenig wirksam erwiesen. Vor allem in Europa werden die Anstrengungen beträchtlich intensiviert werden müssen, damit der in Gang gekommene inflatorische Lohn- und Preisanstieg wieder einigermaßen unter Kontrolle gebracht werden kann.

In letzter Zeit scheinen in den Vereinigten Staaten zwar die Abkühlungstendenzen allmählich die Oberhand zu gewinnen. Die Abschwächung schreitet indessen nur sehr zögernd voran. Für die erste Hälfte des kommenden Jahres wird mit einer weiteren Verlangsamung der Konjunktur gerechnet, die nach offiziellen Angaben allerdings

bereits etwa ab Jahresmitte wieder von einer Belebung abgelöst werden sollte. Alle verfügbaren Indikatoren deuten darauf hin, daß in Europa die konjunkturellen Auftriebskräfte und die Anspannung in den kommenden Monaten andauern werden.

Nach einer Phase der Ungewißheit und Unklarheit hinsichtlich des weiteren Konjunkturverlaufs in den *Vereinigten Staaten* beginnt sich in letzter Zeit ein etwas klareres Bild abzuzeichnen. Bedeutsame Konjunkturindikatoren, die bisher weiterhin aufwärts gerichtet geblieben waren, wie die Investitionsvorhaben der Unternehmungen, lassen ebenfalls eine gewisse Abschwächung erkennen. Sodann scheint der Kongreß nunmehr der Verlängerung des Steuerzuschlages, allerdings reduziert von bisher 10% auf neu 5%, für die erste Jahreshälfte 1970 sowie der Aufhebung des Investitionssteuerrabattes zuzustimmen, so daß vom Staatshaushalt her vorerst noch keine nennenswerte Stimulierung der Konjunktur zu erwarten sein dürfte. Nachdem zunächst vor allem der Wohnungsbau unter dem Einfluß der Kreditverknappung und -verteuerung stark nachgelassen hatte, ist vom späteren Sommer an auch ein fortschreitender Rückgang im Wachstum der industriellen Produktion eingetreten. Besonders ausgeprägt war dabei die Verlangsamung in der Automobilproduktion, was teilweise allerdings auf Streiks zurückzuführen ist, sowie bei der Erzeugung von Haushaltapparaten und Textilien. Da zugleich auch die Konsumnachfrage spürbar an Schwung verloren hat, was mit dem zunehmenden Widerstand der Käufer gegen die Preiserhöhungen erklärt wird, sind die Lager an Fertigerzeugnissen erheblich angestiegen. Rückläufig war in letzter Zeit auch die Zuwachsrate der geplanten Investitionen der privaten Wirtschaft. Die Gewinnmargen der Unternehmungen haben sich im dritten Quartal neuerdings verringert. Ihren Niederschlag findet die verlangsamte wirtschaftliche Aktivität vor allem im Zuwachs des realen Bruttosozialproduktes, der in diesem Jahre noch ungefähr die Hälfte des vergangenen Jahres (5%) erreichen dürfte. Noch keine Zeichen einer Abschwächung sind hingegen im Beschäftigungsgrad sowie in der Lohn- und Preisentwicklung sichtbar geworden. Die Arbeitslosenrate bewegt sich immer noch unter 4%. Die Lohnsteigerung erreichte rund 7% im 3. Quartal, während die Zunahme der Lebenskosten im Vergleich zum Vorjahr in den letzten Monaten weiterhin gegen 6% betrug. Auch die Zinssätze stehen nach einer vorübergehenden geringen Reduktion immer noch auf Rekordhöhe.

Nach einer sehr ruhigen Konjunkturentwicklung in der ersten Jahreshälfte, in der praktisch kein reales Wachstum zu verzeichnen war, setzte in *Großbritannien* eine merkliche Belebung der wirtschaftlichen Aktivität ein. Die geringe Zunahme der inländischen Nachfrage zu Beginn des Jahres hatte eine deutliche Verschiebung in der Beanspruchung der Produktionskapazitäten zugunsten der Exporte zur Folge. Die Warenausfuhr zeigte eine

erfreuliche Zunahme, die bis gegen Jahresende anhielt. Die gute Exportkonjunktur dürfte nicht unwesentlich zur Stimulierung der Investitionstätigkeit im zweiten Semester beigetragen haben. Die reale Wachstumsrate reichte in den letzten Monaten des Jahres bereits wieder an die Kapazitätsgrenzen heran und war von einer merklichen Produktivitätssteigerung begleitet. Die inländische Konsumnachfrage wie auch die Ausgaben der öffentlichen Hand nahmen auch in den vergangenen Monaten weiterhin nur langsam zu und entwickelten sich damit in Einklang mit den von der britischen Regierung gesteckten Zielen. Die von ihr eingeschlagene Politik, die einen Einnahmenüberschuß im Staatshaushalt mit restriktiven monetären Maßnahmen verbindet, hat sich somit als erfolgreich erwiesen. In den kommenden Monaten dürfte es darauf ankommen, ob es gelingt, die wiederansteigende Inlandnachfrage in einem Rahmen zu halten, der das Wachstumspotential nicht übersteigt und die Exporttätigkeit nicht beeinträchtigt. Eine entscheidende Rolle wird dabei zweifellos die Entwicklung des Arbeitsmarktes und der Lohnverhältnisse spielen.

Die *Bundesrepublik Deutschland* ist in den vergangenen Monaten in eine Phase akuter Konjunkturüberhitzung eingetreten. Die Wirtschaftslage ist angespannter als je in der Nachkriegszeit. Die Auslastung der Produktionskapazitäten der Industrie hat im Herbst den ungewöhnlich hohen Satz von 90% erreicht. Die Auftragsbestände überschritten gegen Jahresende die Lieferfähigkeit der Industrie um rund ein Drittel. Der Arbeitsmarkt ist praktisch ausgeschöpft. Die Zahl der offenen Stellen übertrifft jene der Stellensuchenden um das Achtfache. Die Zahl der ausländischen Arbeitskräfte ist auf 1,5 Mio. angewachsen und ist damit um gut ein Drittel größer als im Vorjahr. Vor den Wahlen, die Ende September stattfanden, hat eine starke Bewegung an der Lohnfront eingesetzt. Die Arbeitnehmer haben ihre Forderungen weitgehend durchzusetzen vermocht. Den Gewerkschaften ist dabei zum Teil die Kontrolle über die Entwicklung entglitten. Die vereinbarten Lohnerhöhungen und Zusatzleistungen dürften nach den Ermittlungen des Wirtschaftsministeriums eine Steigerung der Lohn- und Gehaltseinkommen von etwa 12% zur Folge haben. Noch stehen aber weitere Lohnverhandlungen in anderen Zweigen der Wirtschaft bevor. Von dieser starken Steigerung der Einkommen getragen wird zweifellos die inländische Konsumnachfrage in den kommenden Monaten vermehrt anschwellen, während die Investitionstätigkeit der Wirtschaft weiterhin auf hohen Touren läuft. Die neugebildete Regierung entschloß sich kurz nach den Wahlen, die D-Mark um 9,3% aufzuwerten im Bestreben, die Nachfrage des Auslandes nach deutschen Exporten einzudämmen und zugleich zusätzliches Angebot zur Befriedigung der inländischen Nachfrage freizumachen sowie die ausländischen Erzeugnisse zu verbilligen und das Angebot an Importgütern zu steigern. Bisher hat es die Regierung im wesentlichen mit diesem Schritt zur Eindämmung des Konjunkturauftriebes bewenden lassen. Sie hat sogar gewisse Steuererleichterungen und zusätzliche Sozialleistungen für das kommende Jahr angekündigt. Ferner dürfte der Staatshaushalt überdies durch zusätzliche Aufwendungen zum Ausgleich der Einkommensausfälle

belastet werden, welche die Landwirtschaft als Folge der Aufwertung zu tragen haben wird. Von der Fiskalpolitik ist daher vorerst keinerlei Bremswirkung zu erwarten. Im monetären Bereich hat der unerwartet kräftige Abfluß von Geldern ins Ausland, der nach der Aufwertung einsetzte, zu einer starken Mittelverknappung geführt. Um die Anpassung an die durch den bedeutenden Mittelabfluß veränderte Situation zu erleichtern und namentlich einer Tendenz zu einem stärkeren Zinsanstieg entgegenzuwirken, setzte die Bundesbank bald nach der Aufwertung die Mindestreserveanforderungen um 10% herab. Anfang Dezember nahm die Bundesbank eine weitere, über das Jahresende befristete Senkung der Mindestreservesätze um 10% vor. Sie suchte damit die saisonal stark zunehmende Liquiditätsknappheit zu mildern. Zugleich erhöhte sie den Lombardsatz von 7½% auf 9%, um einer übermäßigen Inanspruchnahme der Lombardkredite entgegenzuwirken. Ob das Mittel der Aufwertung der D-Mark genügt, den im Gang befindlichen Boom und die bereits zuvor angelaufene Lohn- und Preissteigerung in der Bundesrepublik wirksam zu bremsen, scheint im Blick auf die vorherrschenden Entwicklungstendenzen eher zweifelhaft. In den nächsten Monaten dürften von der deutschen Wirtschaft weiterhin starke Auftriebskräfte ausgehen und in einem noch durch die Aufwertung verstärkten Maße auf das wirtschaftlich eng mit der Bundesrepublik verbundene Ausland ausstrahlen.

Auch in *Frankreich* stößt die Zunahme von Nachfrage und wirtschaftlicher Aktivität an die Kapazitätsgrenzen der Wirtschaft. Eine lebhafte Investitionstätigkeit der Wirtschaft und starke Zunahme der Konsumnachfrage im Inland gingen im laufenden Jahr einher mit einer kräftigen Exportsteigerung. Die anhaltend hohe Ausgabe-freudigkeit deutet darauf hin, daß das Vertrauen in die eigene Währung noch nicht völlig zurückgekehrt ist. Die Einfuhr ausländischer Güter hat in den vergangenen Monaten bedeutend zugenommen; besonders kräftig fiel der Importzuwachs im September aus, was zweifellos in Zusammenhang mit der erwarteten Aufwertung in der Bundesrepublik stand. Am Arbeitsmarkt, der sehr angespannt ist, hat sich in den vergangenen Monaten zunehmende Unrast geltend gemacht. Die Löhne wiesen Anfang Oktober verglichen mit dem Vorjahresstand eine Steigerung um über 7% auf. Die Gewerkschaften haben indessen erneut beträchtliche Forderungen angemeldet, so daß für die kommenden Monate mit weiteren namhaften Lohnsteigerungen zu rechnen sein wird. Auch die Preise sind in den vergangenen Monaten erneut erheblich angestiegen. Der Index der Konsumentenpreise lag trotz der geltenden Preiskontrollvorschriften im Oktober um 5,7% über dem Niveau des Vorjahres. Die von der Regierung ergriffenen Maßnahmen, die vor allem auf Einschränkungen der Geld- und Kreditversorgung gerichtet waren, haben das angestrebte wirtschaftliche Gleichgewicht bisher nicht voll wiederherzustellen vermocht. Für die nächste Zukunft scheinen sich vor allem vom Arbeitsmarkt und von der Lohnentwicklung her ernsthafte Probleme vorzubereiten, denen gegenüber neben wirtschaftlichen Überlegungen auch die Rücksicht auf das soziale Gleichgewicht eine wesentliche Rolle spielen dürfte.

In den vergangenen Monaten ist die Wirtschaft *Italiens* von zunehmender sozialer und politischer Unrast in Mitteleuropa gezogen worden. Die zu Beginn des Jahres eingeleiteten Maßnahmen der Regierung zur Ankurbelung der inländischen Nachfrage, die vor allem darauf gerichtet waren, den Einnahmenüberschuß der Ertragsbilanz abzubauen, haben zu einer starken Ausweitung der inländischen Nachfrage und raschen Steigerung der wirtschaftlichen Aktivität in den meisten Wirtschaftsbereichen geführt. Nach den Sommerferien haben massive Forderungen der Arbeitnehmer, verbunden mit zahlreichen Streiks, eine eigentliche Lohnsteigerungswelle eingeleitet, die vorerst noch weiter anhält. Nach vorliegenden Schätzungen dürften die bisher ausgehandelten Verbesserungen eine Steigerung der Arbeitskosten von bis zu 20% und mehr zur Folge haben. Die rasche Ausweitung der inländischen Nachfrage verbunden mit der immer noch hohen Exportnachfrage, die von der D-Mark-Aufwertung zusätzliche Impulse erhalten dürfte, wird zusammen mit dem Lohnkostenanstieg aller Voraussicht nach den Preisauftrieb erheblich verstärken. Wie weit diese Entwicklung in Schranken gehalten werden kann, dürfte vor allem vom weiteren Verlauf der politischen Geschehnisse abhängen.

Unter dem Einfluß der anhaltenden, ja sich beschleunigenden Auftriebskräfte in den größeren Industrieländern Europas sahen sich in letzter Zeit auch die Beneluxländer, die skandinavischen Staaten und Österreich den Problemen einer zunehmenden Konjunkturüberhitzung gegenüber. Im fernen Osten befindet sich sodann die Wirtschaft *Japans* nach einer kurzen Abschwächung zu Beginn des Jahres in außerordentlich kräftigem Aufschwung, der ebenfalls von bedeutenden Lohn- und Preissteigerungen begleitet ist. Die von der Regierung zur Eindämmung ergriffene restriktive Geld- und Kreditpolitik hat bisher keine spürbaren Bremswirkungen gezeigt.

Zur internationalen Währungslage

Im Mittelpunkt des internationalen Währungsgeschehens der letzten Monate standen die Diskussion um die D-Mark und der am 24. Oktober von der neu gebildeten deutschen Regierung gefaßte Beschluß, die D-Mark um 9,3% aufzuwerten. Nachdem die Frage, ob der D-Mark-Kurs zu ändern sei oder nicht, zu einem wichtigen Gegenstand der Wahlkampfauseinandersetzungen geworden war, spitzte sich die Spekulation auf eine D-Mark-Aufwertung mit dem Heranrücken des Wahltages zu. Allein im September flossen im Umfange von 4,3 Mrd. D-Mark ausländische Gelder in die Bundesrepublik. Dabei handelte es sich größtenteils um Mittel, die nicht unmittelbar dem Bankensystem zugingen und daher von den Abwehrmaßnahmen, welche die Bundesbank vorsorglicherweise ergriffen hatte, nicht erfaßt wurden. Angesichts dessen hatte die Koalitionsregierung einige Tage vor den Wahlen beschlossen, den offiziellen Devisenmarkt vorübergehend zu schließen. Als die Bundesbank am Montag nach den Wahlen innerhalb einer Stunde 250 Mio. Dollar vom Markte zu übernehmen hatte, entschied die noch im Amte

befindliche Regierung, den Kurs der D-Mark an den Devisenmärkten vorübergehend, d. h. bis zur Bildung einer beschlußfähigen neuen Regierung, freizugeben. Mit Zustimmung des Internationalen Währungsfonds wurde die Bundesbank von der Verpflichtung entbunden, den Marktkurs der D-Mark durch entsprechende Interventionen innerhalb der vorgeschriebenen Spanne um die offizielle Parität zu halten. Der Marktkurs der D-Mark stieg in der Folge unverzüglich an und erreichte kurz vor der Aufwertung ein Agio gegenüber der damaligen Parität von 7,5%. Die Bundesbank mußte dieser Kursentwicklung allerdings nachhelfen. Der Abfluß von Geldern, der gleich nach der Freigabe des D-Mark-Kurses einsetzte, übte nämlich einen Druck auf den Kurs aus. Daher kann die Übergangsphase, während der die Bundesbank ihre Interventionen zur Aufrechterhaltung der bisherigen Parität einstellte, keinesfalls etwa als ein erfolgreich verlaufenes Experiment mit flexiblen Wechselkursen betrachtet werden. Bundesregierung und Bundesbank waren sich darin einig, daß es entgegen den Ratschlägen von mancher Seite, darunter auch des Sachverständigenrates, sowohl im Interesse der eigenen Außenwirtschaft als auch der internationalen Währungsstabilität galt, möglichst rasch zu einer festen Parität zurückzukehren. Der Aufwertungssatz, den die deutschen Behörden am 24. Oktober wählten, lag höher, als im allgemeinen erwartet worden war. Damit sollten zugleich alle Spekulationen auf eine weitere Kursanpassung ausgeschaltet und die angestrebte Wirkung einer Exportdrosselung und eines Abbaus der Handelsbilanzüberschüsse sichergestellt werden. Zweifellos hat die Änderung des D-Mark-Kurses zu einer Entspannung und Beruhigung an den internationalen Devisenmärkten geführt. Die der Bundesrepublik bereits im Mai und vor allem wieder im September auf den verschiedensten Wegen zugeströmten Gelder sind im Laufe von etwas mehr als einem Monat wieder abgeflossen. In diesem Zusammenhang hatte die Bundesbank in der Zeit von Anfang Oktober bis Anfang Dezember dem Markte Dollars im Gegenwert von 16 Mrd. D-Mark abzugeben. Eine ganze Reihe von Ländern, wie Großbritannien, Italien, Belgien, Dänemark und auch Frankreich, hatten dementsprechend Rückflüsse an Mitteln und damit nicht unwillkommene Devisenzugänge zu verzeichnen.

Ob indessen die Aufwertung der D-Mark in diesem Stadium einer bereits fortgeschrittenen konjunkturellen Überhitzung das angestrebte Hauptziel, nämlich die Wiederherstellung eines besseren außenwirtschaftlichen Gleichgewichts und eine Beruhigung des Preisauftriebs, erfüllen wird, läßt sich zurzeit schwer abschätzen. Einer wirksamen Eindämmung der Exportentwicklung durch die Kurskorrektur stehen die Anstrengungen der deutschen Exporteure entgegen, ihre Auslandsmärkte möglichst zu behaupten, mehr aber noch die Nachfrageexpansion, die vor allem in den wichtigsten kontinentaleuropäischen Partnerländern der Bundesrepublik bei dort ebenfalls rasch steigenden Löhnen und Preisen im Gange ist. Der weltweite inflatorische Kosten- und Preisdruck dürfte den deutschen Exporteuren die Verteidigung ihrer Wettbewerbsstellung erleichtern. Dabei ist in Rechnung zu stellen, daß die in der Bundesrepublik durch die Aufwertung begünstigte Expansion der Importnachfrage da-

zu beiträgt, den in den anderen Ländern im Gang befindlichen Boom zu verstärken, was wiederum die Nachfrage nach deutschen Exporten belebt und den Bremseffekt der Aufwertung auf die deutsche Ausfuhr vermindert. Allerdings dürfte die Aufwertung bei der herrschenden Hochkonjunktur nur in beschränktem Maße zu einer Verbilligung der Einfuhrgüter für den Letztverbraucher führen. Seit der Diskussion um die D-Mark-Aufwertung scheinen die Lieferungen nach der Bundesrepublik in zunehmendem Maße in D-Mark fakturiert zu werden. Soweit dies zutrifft, würden weniger die Preise in der Bundesrepublik ermäßigt als vielmehr die Preise und Gewinne in den nach Deutschland exportierenden Ländern gesteigert.

Während der ersten zehn Monate wies die Handelsbilanz der Bundesrepublik einen gegenüber dem gleichen Zeitraum des Vorjahres um 11% verminderten Einfuhrüberschuß auf. Der Aktivsaldo der Ertragsbilanz hat sich gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 1,9 Mrd. auf 6,4 Mrd. D-Mark verringert. Nachdem in den letzten Wochen die durch die Aufwertungserwartungen ausgelösten kurzfristigen Kapitalzugänge wieder abgefließen sind, dürfte die Gesamtzahlungsbilanz der Bundesrepublik als Folge der sehr bedeutenden langfristigen Kapitalexporte für dieses Jahr mit einem Defizit schließen. Dieses Defizit findet seinen Niederschlag in einem Rückgang der Devisenreserven. Die Bundesbank sah sich als Folge dieser in den vergangenen Wochen eingetretenen Entwicklung veranlaßt, nach zusätzlichen Devisen Ausschau zu halten, da ihre Währungsreserven auf den Bestand an Währungsgold und nicht sofort realisierbare Forderungen zurückgefallen sind. Sie hat vor kurzem angekündigt, daß sie zunächst die ihr aus D-Mark-Ziehungen anderer Länder beim Internationalen Währungsfonds zustehenden Forderungsrechte, die sogenannte «Super-Gold-Tranche», in der Höhe von 540 Mio. sowie weitere 550 Mio. Dollar im Rahmen ihrer «GAB»-Kredite in Anspruch zu nehmen gedenke. Sie wird in diesem Umfange vom Währungsfonds verschiedene konvertible Währungen erhalten, die sie nach Wunsch in Dollars umwandeln kann.

Neben der Paritätsänderung in der Bundesrepublik trat ein anderes wesentliches Ereignis im internationalen Währungsgeschehen der vergangenen Monate, die Aktivierung der britischen Zahlungsbilanz, etwas in den Hintergrund. Nach einer längeren Phase von Defiziten ergab die britische Handelsbilanz in den drei Monaten August, September und Oktober erstmals wieder Einnahmenüberschüsse. Zusammen mit der günstigen Entwicklung der Bilanz der «Invisibles», die bereits im ersten und zweiten Quartal zu einem leichten Aktivsaldo in der Ertragsbilanz verholfen hatte, resultierte daraus im dritten Vierteljahr ein Ertragsbilanzüberschuß von 141 Mio. Pfund. Da sich auch der Saldo der Kapitalbewegungen in einem für Großbritannien günstigen Sinne entwickelte, hat die Gesamtzahlungsbilanz in dieser Zeit einen Aktivsaldo in der Größenordnung von 214 Mio. Pfund erbracht. Nachdem die Zahlungsbilanz im ersten Semester bereits einen geringeren Aktivüberschuß ergeben hatte und nach der D-Mark-Aufwertung Gelder nach Großbritannien flossen, scheint das für März 1970 angestrebte Ziel

eines Zahlungsbilanzüberschusses von 300 Mio. Pfund nunmehr in nächste Nähe gerückt. Die günstige Zahlungsbilanzentwicklung hat es den britischen Behörden ermöglicht, in den letzten Monaten verschiedentlich Rückzahlungen auf ausstehenden Währungskrediten vorzunehmen.

Zur vorteilhaften Entwicklung der britischen Handelsbilanz hat einerseits die Abschwächung der Einfuhr beigetragen, die aus dem verlangsamten Wachstum der inländischen Nachfrage im Gefolge der restriktiveren Fiskal- und Geldpolitik resultierte. In diesem Zusammenhang fand auch eine Verlagerung zu vermehrter Produktion von Exporterzeugnissen statt. Auf der anderen Seite hat die Ausfuhr Großbritanniens, abgesehen von einer «Aufwertung» der Exportergebnisse durch eine Revision des statistischen Erhebungsverfahrens, einen deutlichen Aufschwung genommen und dabei zweifellos vom außergewöhnlich kräftigen Anstieg des Welthandelsvolumens profitiert. Die erzielten Erfolge in der Zahlungsbilanzgestaltung dürften sich indessen wohl nur bewahren lassen, wenn es weiterhin gelingt, die Einkommens- und Nachfrageentwicklung im Inland im Rahmen des Produktionswachstums zu halten. Die in letzter Zeit sich erneut häufenden Arbeitsniederlegungen und Lohnforderungen erscheinen nicht geeignet, diese Aufgabe zu erleichtern. Die britischen Behörden haben die 1968 eingeführten Importdeposits zwar etwas reduziert, sie jedoch ebenso wie die Devisenbeschränkungen im Reiseverkehr bisher aufrechterhalten.

Außer den in der Bundesrepublik Deutschland und in Großbritannien erzielten Fortschritten sind seit der Jahresmitte nur bescheidene Erfolge im Bemühen um einen besseren Ausgleich der internationalen Zahlungsbilanzverhältnisse zu verzeichnen. In den Vereinigten Staaten ergab die Handelsbilanz während der ersten zehn Monate des Jahres einen Aktivsaldo von 888 Mio. Dollar, so daß für das ganze Jahr mit einem Überschuß von rund 1 Mrd. Dollar oder nur wenig mehr als im vergangenen Jahr gerechnet werden kann. Noch im Jahre 1967 hatte Amerika einen Handelsbilanzüberschuß von gegen 4 Mrd. Dollar aufzuweisen. In der Ertragsbilanz hat sich das Defizit dank der ungünstigen Entwicklung der Dienstleistungen gegenüber dem Vorjahr erhöht. Die Gesamtzahlungsbilanz, die, gemessen an der Veränderung der ausstehenden Verpflichtungen gegenüber ausländischen Währungsbehörden (on official settlements), in der ersten Jahreshälfte noch einen Aktivsaldo von etwas über 2 Mrd. Dollar aufwies, schloß im dritten Quartal mit einem Fehlbetrag von 933 Mio. Dollar. Diese Verschlechterung hängt in erster Linie damit zusammen, daß die amerikanische Inanspruchnahme von Euromarktgeldern, die zu einem Rückgang der Devisenreserven in verschiedenen nicht-amerikanischen Ländern geführt hatte, nach den Sommermonaten stark nachließ. Die amerikanischen Währungsbehörden auferlegten ihren Banken eine marginale Mindestreservspflicht auf dem Zuwachs ihrer Verbindlichkeiten gegenüber amerikanischen Filialen im Ausland und Ausländern, wodurch die Aufnahme von Euromarktgeldern weniger interessant geworden sein dürfte. Zugleich scheinen die mit der erwarteten D-Mark-Aufwer-

tung in Zusammenhang stehenden Kapitalverschiebungen nach der Bundesrepublik den Mittelabfluß nach den Vereinigten Staaten verringert zu haben. Im Blick auf diese Tendenzen ist bereits da und dort die Frage aufgetaucht, ob sich hier nicht eine neue Wendung in der Entwicklung der internationalen Kapitalbewegungen wie auch der Zinssätze und der amerikanischen Zahlungsbilanz abzuzeichnen beginne. Der Kapitalstrom nach den Vereinigten Staaten, der, soweit es sich um kurzfristige Gelder handelte, in erster Linie durch die Kreditverknappung und den Zinsanstieg in Amerika ausgelöst worden war, führte bekanntlich zugleich zu einem Ausgleich der amerikanischen Zahlungsbilanz und einer Mittelverknappung mit entsprechendem Zinsauftrieb in Europa. Hört jedoch der Kapitalabfluß von Europa nach den Vereinigten Staaten auf oder strömen gar früher ausgeliehene Gelder nach Europa zurück, so wird es zweifellos zu einer Entspannung an den europäischen Geld- und Kapitalmärkten, aber auch zu einer Passivierung der amerikanischen Zahlungsbilanz mit möglicherweise größeren Dollarüberschüssen in einigen europäischen Ländern kommen. So erfreulich eine Rückbildung der in letzter Zeit vor allem im kurzfristigen Bereich übermäßig angestiegenen Zinssätze wäre, so wenig erwünscht erschiene andererseits das Wiederauftauchen übersetzter Dollarzuflüsse in den Währungsreserven nicht-amerikanischer Notenbanken. Solche Dollarzugänge könnten, wenn sie bereits in den kommenden Monaten auftreten sollten, die Bekämpfung der inflatorischen Auftriebstendenzen in Europa zusätzlich erschweren.

Obschon sich in Frankreich während der vergangenen Monate dank einer außergewöhnlich starken Zunahme der Exporte die Handelsbilanz allmählich gebessert hat, wird die Ertragsbilanz im laufenden Jahr voraussichtlich mit einem höheren Defizit schließen als im Vorjahr. Die Regierung hofft, das angestrebte Zahlungsbilanzgleichgewicht bis Mitte des kommenden Jahres zu verwirklichen. Der Rückfluß von Geldern nach vollzogener D-Mark-Aufwertung hat im November zu einer Verstärkung der französischen Reserveposition geführt und die Regierung zu einer gewissen Lockerung der Devisenbeschränkungen im Reiseverkehr veranlaßt. Die Devisenkontrolle wird hingegen grundsätzlich aufrechterhalten.

Dem anhaltenden Zahlungsbilanzdefizit Frankreichs steht ein ungewöhnlich hoher Zahlungsbilanzüberschuß in Japan gegenüber. Die japanische Regierung hat verschiedene Maßnahmen zur Reduktion des Aktivsaldos, darunter auch die Beseitigung von Einfuhrrestriktionen, in Aussicht genommen. In Italien schließlich ist der hohe Einnahmenüberschuß der laufenden Bilanz in den vergangenen Monaten durch stark steigende Importe vermindert worden. Die Kapitalabwanderung ins Ausland hat in den vergangenen Monaten den Einnahmenüberschuß der Ertragsbilanz immer stärker übertroffen, so daß für das laufende Jahr trotz gewisser Mittelrückflüsse nach der D-Mark-Aufwertung mit einem Defizit in der Gesamtzahlungsbilanz zu rechnen ist.

An der Jahresversammlung der Bretton-Woods-Institute, welche dieses Jahr vorwiegend im Zeichen der Ereignisse rund um die D-Mark stand, wurde erwartungsgemäß die Aktivierung der Sonderziehungsrechte für die

kommenden drei Jahre im Betrage von insgesamt 9,5 Mrd. Dollar beschlossen. Die Diskussion über die Möglichkeiten eines Überganges zu größerer Flexibilität in der Wechselkursgestaltung, die kurz vor der Jahresversammlung in Gang gekommen war und in einer ganzen Reihe von Reden während der Versammlung selbst weitergeführt wurde, ist nach der Aufwertung der D-Mark praktisch völlig verstummt. Die verschiedenen Vorschläge, die in dieser Richtung vorgelegt worden waren, dürften damit weitgehend wieder in den Dossiers verschwinden. Konkrete Gestalt haben inzwischen hingegen die Sondierungen im Rahmen der fünfjährigen Überprüfung der Höhe der Quoten im Internationalen Währungsfonds angenommen. Nach eingehenden Verhandlungen in der «Zehner-Gruppe» wie im Direktorium des Währungsfonds scheint man sich auf eine recht massive Heraufsetzung der Quoten im nächsten Jahr im Ausmaß von rund 33% geeinigt zu haben. Diese Quotenaufstockung, die dritte in der bisherigen Geschichte des Währungsfonds, wird sich aus einer generellen Heraufsetzung der Quoten um rund 25% sowie einzelnen individuellen Anpassungen bei Ländern zusammensetzen, deren Mitgliederanteil ihrer wirtschaftlichen Bedeutung nicht mehr angemessen erscheint. Zu diesen Ländern zählen namentlich Frankreich, Italien, die Bundesrepublik Deutschland, Japan und Kanada. So verständlich das Bestreben nach einer Anpassung der Mitgliedquoten an die wirtschaftlichen Gegebenheiten erscheint, so muß doch das Ausmaß der geplanten Erhöhung der Währungsfondsquoten in einem Zeitpunkt, da zugleich die Währungsreserven erstmals durch Schaffung eines künstlichen Reserve-Mediums ergänzt werden sollen, zu einer gewissen Besorgnis Anlaß geben. Denn die Erhöhung der Quoten bringt zugleich auch eine entsprechende Vermehrung der Kreditfazilitäten beim Währungsfonds. Bedenken, daß all dies über eine bloße Vorsorge zur Vermeidung einer allfälligen Knappheit an internationaler Liquidität hinausgeht, lassen sich nicht so leicht zerstreuen. Es wäre überaus bedauerlich, wenn dadurch die jahrelangen Anstrengungen zur Herstellung ausgeglichenerer Zahlungsbilanzverhältnisse und zur Verbesserung des außenwirtschaftlichen Anpassungsprozesses und der Zahlungsbilanzdisziplin beeinträchtigt würden. Diese Gefahr erscheint angesichts der derzeit weltweit herrschenden Inflationstendenzen besonders akut. Nach der jüngsten Entwicklung am internationalen Goldmarkt ist es zudem nicht ausgeschlossen, daß auch die traditionellen Währungsreserven in absehbarer Zeit wieder alimentiert werden. Die Verhältnisse am Goldmarkt scheinen darauf hinzudeuten, daß der industrielle und gewerbliche Goldverbrauch wohl doch nicht ganz so hoch ist, wie zeitweise angenommen worden war. Nachdem sich die Einsicht durchgesetzt haben dürfte, daß eine Erhöhung des offiziellen Goldpreises nicht zu erwarten ist, ist wohl der wichtigste Anreiz für die private Hortungsnachfrage dahingefallen, so daß nun zusätzliches Gold zur Ergänzung der Währungsreserven verfügbar werden könnte.

Die Konjunkturlage in der Schweiz

Die Zeichen mehren sich, daß die Schweiz einer eigentlichen Konjunkturüberhitzung entgegengeht. In der Öffentlichkeit, die vor allem durch die Debatte über die

deutsche Aufwertung und ihre möglichen Auswirkungen auf unsere Wirtschaft aufmerksam geworden ist, zeigt sich zunehmende Beunruhigung über diese Entwicklung. Während der Exportboom unvermindert andauert und alles darauf hindeutet, daß er angesichts der Expansion in den Nachbarländern und insbesondere im Gefolge der D-Mark-Aufwertung auch in den kommenden Monaten noch keineswegs nachlassen dürfte, nehmen die Investitionstätigkeit und die Konsumnachfrage im Inland immer kräftiger zu. Die Anspannung am Arbeitsmarkt hat sich erheblich verschärft. Löhne und Preise sind, vor allem im Bausektor, in beschleunigtem Anstieg begriffen.

Die Zunahme der Exportwerte hat in den letzten Monaten unvermindert angehalten. Dieser Aufschwung unserer Warenausfuhr ist nun bereits seit Oktober 1967 ununterbrochen im Gang und hat damit länger angehalten als alle bisherigen Aufschwungphasen der Nachkriegszeit. Im Verlaufe der ersten elf Monate betrug die Zuwachsrate, verglichen mit dem gleichen Zeitraum des Vorjahres, 14,5%. Im ganzen vergangenen Jahr erreichte die Zunahme 14,4%. Die geographische Gliederung der Exportentwicklung zeigt einmal mehr, daß unsere Warenlieferungen nach jenen Ländern am stärksten gestiegen sind, in denen der Konjunkturaufschwung besonders ausgeprägt ist. Die größten relativen Zuwachsraten entfallen dabei in letzter Zeit auf den Fernen Osten, nämlich Japan und Hongkong, denen aber in nur geringem Abstand unsere Nachbarländer, die Bundesrepublik Deutschland, Frankreich und Italien, folgen. Die Abschwächung der Exporte nach den Vereinigten Staaten hat sich weiter fortgesetzt, während die Lieferungen in die EFTA-Länder einschließlich Großbritanniens in den letzten zwei Monaten eine raschere Gangart eingeschlagen haben, was offensichtlich mit dem in diesen Ländern nunmehr ebenfalls beschleunigten Konjunkturauftrieb zusammenhängt. Obschon praktisch alle Zweige unserer Exportwirtschaft vom Sog der Auslandsnachfrage erfaßt werden, liegt das Schwergewicht der Exportsteigerung doch vor allem auf den Erzeugnissen der Maschinen- und Apparateindustrie (Zuwachsrate in den ersten zehn Monaten: 18,1%), der chemischen Industrie (+20,5%) sowie der Textil- (+17,9%) und der Nahrungsmittelindustrie (+17,5%). Das Wachstum der Uhrenexporte hat sich hingegen in den vergangenen Monaten eher noch etwas verlangsamt. Die Auslandsaufträge haben stark zugenommen, und zwar bevor zusätzliche Impulse von der D-Mark-Aufwertung wirksam werden konnten.

Die bekannte Erscheinung, daß mit fortschreitender konjunktureller Erwärmung unserer Wirtschaft die Importe rascher zu steigen beginnen und dabei den Exportzuwachs überholen, setzt sich, wenn auch zögernd, immer deutlicher durch. Hatte noch bis im Juli die relative Zunahme der Exporte jene der Einfuhr übertroffen, so ergibt sich nunmehr nach der Entwicklung in den letzten Monaten für die Periode Januar bis November 1969 ein Importanstieg, der mit 16,3% geringfügig über dem Exportzuwachs liegt. Die Zunahme der Wareneinfuhr erstreckt sich dabei praktisch auf nahezu alle Kategorien, nämlich Rohstoffe, wie Investitions- und Konsumgüter. Einzig die Bezüge von Energieträgern weisen einen unter

dem Durchschnitt liegenden Zuwachs auf. Nachdem zuvor die steigende Nachfrage im allgemeinen zu einem guten Teil durch Abbau bestehender Lager befriedigt worden ist, was die spät einsetzende Belegung der Importe zu erklären scheint, dürfte in den kommenden Monaten die Wiederauffüllung der Lager zusammen mit einer rascher ansteigenden Nachfrage zusammenfallen und damit wohl zu einer erheblich stärkeren Importsteigerung führen. Dabei werden die Importpreise als Folge der Aufwertung in unserem bei weitem bedeutendsten Lieferland, der Bundesrepublik, eine beträchtliche Zunahme erfahren.

Die etwas raschere Ausdehnung der Wareneinfuhr hat das Defizit unserer Handelsbilanz während der ersten elf Monate auf 2,5 Mrd. Franken (Vorjahr rund 2 Mrd. Franken) ansteigen lassen. Da der Einnahmenüberschuß im Dienstleistungsverkehr mit dem Ausland ebenfalls zugenommen haben dürfte, wird die Ertragsbilanz dieses Jahr voraussichtlich mit einem gegenüber dem Vorjahr nur wenig verschiedenen Aktivalsaldo schließen.

Im Inlandbereich hält die beschleunigte Zunahme der privaten Konsumgüternachfrage an. Die Detailhandelsumsätze sind im dritten Quartal um 6,3% gegenüber dem Vorjahr oder doppelt so stark wie ein Jahr zuvor angestiegen. Dazu hat nicht zuletzt die intensivierete Wohnbautätigkeit beigetragen, haben doch namentlich die Käufe von Einrichtungsgegenständen aller Art eine deutliche Belegung erfahren. Besonders stark scheint im übrigen die Nachfrage nach Dienstleistungen zugenommen zu haben, was in den Detailhandelsumsatzzahlen selbstverständlich nicht zum Ausdruck kommt.

Erheblich intensiviert hat sich sodann die Bautätigkeit. In den bisher verfügbaren Zahlen über die Wohnbautätigkeit dürfte dies nicht hinreichend zum Ausdruck kommen. Die Anzahl der in 65 Städten von Januar bis Oktober neuerstellten Wohnungen war mit 20 720 um 5% höher als in der gleichen Periode des Vorjahres. Diese Zahl gibt jedoch, da sie Einfamilienhäuser, Kleinst- wie Großwohnungen zusammenzählt, keine zuverlässigen Anhaltspunkte über die Entwicklung des effektiven Bauvolumens, ganz abgesehen davon, daß nur ein Teilbereich des ganzen Landes von der Statistik erfaßt wird.

Das effektive Wohnbauvolumen dürfte eher stärker zugenommen haben. Die Entwicklung der Wohnbaubewilligungen läßt in den kommenden Monaten eine weitere Steigerung des Wohnbaues erwarten. Die Zahl der in den ersten zehn Monaten erteilten Baubewilligungen übertrifft jene der gleichen Vorjahresperiode um 11,7%. Ganz bedeutend verstärkt haben sich in letzter Zeit die industriellen und gewerblichen Bauinvestitionen. Die Gesamtzahl der im dritten Quartal des Jahres begutachteten industriellen Bauvorhaben nahm gegenüber dem Vorjahr um nicht weniger als 18,3%, die Zahl der Neu- und Erweiterungsbauten allein gar um 24,4% zu. Das Raumvolumen der zuletzt genannten Projekte übertrifft das entsprechende Vorjahresergebnis um 41%. Auch die Ausrustungsinvestitionen der Industrie sind, wie namentlich aus der Entwicklung der Investitionsgütereinfuhr hervorgeht, in kräftigem Anstieg begriffen.

Einen weiteren Hinweis auf das Ausmaß des im Gange befindlichen konjunkturellen Auftriebes vermitteln die Ziffern über das Wachstum der industriellen Produktion. Nach den Ermittlungen des Eidg. Statistischen Amtes hat das Produktionsvolumen im dritten Quartal im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode um rund 13% zugenommen, eine Steigerung, die in Anbetracht der angespannten Kapazitäts- und Arbeitsmarktlage als ungewöhnlich kräftig bezeichnet werden muß. Naheliegenderweise war die Expansion in den besonders exportorientierten Zweigen, nämlich in der chemischen Industrie, der Maschinen- und Apparate- sowie der Metallindustrie, am stärksten. Die Zahlen über den in der Industrie beschäftigten Bestand kontrollpflichtiger ausländischer Arbeitskräfte sowie andere Hinweise scheinen darauf hinzudeuten, daß erstmals wieder die Zahl der in der Industrie Beschäftigten leicht zugenommen haben dürfte. Zugleich ist eine Verlängerung der geleisteten Arbeitszeiten festzustellen. Allein durch Steigerung der Produktivität hätte eine derartige Produktionssteigerung nicht erzielt werden können. Trotz diesen Leistungen vermochte die Industrie mit der auf sie eindringenden Nachfrage in vielen Fällen nicht Schritt zu halten. Nach vorliegenden Erhebungsergebnissen sind die Auftragsbestände in den letzten Monaten weiterhin merklich angestiegen. In der Maschinenindustrie erreichte der durchschnittliche Arbeitsvorrat Ende September beispielsweise einen für 8,7 Monate reichenden Umfang. Im Vorjahr hatte er 7,4 Monate betragen.

Bei der Entwicklung der Preise ist vor allem der zunehmende Anstieg der Großhandelspreise hervorzuheben. Der Index zeigte im November eine Teuerungsrate gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat von 4,6% an. Besonders kräftig, nämlich um 8,8%, sind dabei die Preise der Importwaren in die Höhe gegangen. Aber auch die Inlandwaren lassen einen verstärkten Preisauftrieb (2,8%) erkennen. Auf die Konsumgüterpreise hat diese Preissteigerung, soweit dies aus der Entwicklung des Konsumentenpreisindex hervorgeht, bisher noch nicht spürbar durchgeschlagen. Die Indexziffer lag im Oktober um 2,3% und im November um 2,2% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Dabei wiesen insbesondere die arbeitsintensiven Dienstleistungen eine Verteuerung auf.

Kräftig gestiegen sind in den vergangenen Monaten die Baukosten. Insbesondere für Baueisen mußten starke Preisaufläge hingenommen werden. Der Zürcher Baukostenindex zeigt für die Zeit vom 1. Oktober 1968 bis 30. September 1969 einen Anstieg von 6,3%, verglichen mit einem Zuwachs von lediglich 1,2% im Vorjahre. Rund zwei Drittel der Teuerung, nämlich 4%, entfallen dabei auf die zweite Hälfte der statistisch erfaßten Jahresperiode. Im kommenden Jahr ist mit einem noch verstärkten Ansteigen der Baukosten zu rechnen, nachdem in den kürzlich abgeschlossenen Verhandlungen für das nächste Jahr Lohnerhöhungen und zusätzliche Mehrleistungen vereinbart worden sind, die eine Zunahme der Lohnkosten im Baugewerbe um über 10% zur Folge haben dürften.

Ist für das zu Ende gehende Jahr im allgemeinen noch keine erhebliche Beschleunigung des Lohnauftriebes zu

verzeichnen – die Lohnerhöhungen bewegten sich mit je etwas über 4% während der ersten drei Quartale nicht wesentlich über der Vorjahresentwicklung –, so zeichnet sich für das kommende Jahr eine verstärkte Aufwärtsbewegung ab. Außer den starken Lohnerhöhungen im Baugewerbe trägt in den an die Bundesrepublik Deutschland angrenzenden Regionen die Tatsache, daß den Grenzgängern der ihnen aus der Aufwertung erwachsende Einkommensausfall (in D-Mark gerechnet) ersetzt werden muß, zur Lohnsteigerung bei. Die Gewerkschaften verlangen, daß zur Vermeidung von Lohn disparitäten auch die Nichtgrenzgänger die gleiche Lohnaufbesserung erhalten. Das Konjunkturklima dürfte damit auch von der Lohnseite her eine weitere Erwärmung erfahren.

Der Bundesrat hat den Räten ein ausgeglichenes, «konjunkturneutrales» Budget unterbreitet. Im Rahmen der Budgetdebatte wies der Vertreter des Bundesrates auf die Dringlichkeit hin, der zunehmenden konjunkturellen Überhitzung zu begegnen. Zurzeit wird geprüft, welche Maßnahmen zur Eindämmung der Auftriebskräfte getroffen werden können.

Zur Lage am Geld- und Kapitalmarkt

Nach der empfindlichen Anspannung, die gegen Ende des dritten Quartals sowohl am Geld- als auch am Kapitalmarkt zu verzeichnen gewesen war, trat Anfang Oktober eine spürbare Entlastung ein, die bis in die zweite Novemberhälfte hinein anhält. Ende September wurde die Notenbank von den Banken wie bereits am vorangegangenen Semesterultimo in ungewöhnlich hohem Umfang (2,3 Mrd. Franken) in Anspruch genommen. Von diesem Betrag entfielen rund 1,1 Mrd. Franken auf definitive Dollarverkäufe an die Nationalbank. Der damit verbundene Liquiditätszuwachs des Bankensystems trug in der Folge zu einer spürbaren Entspannung am Geldmarkt bei. So ging der Callgeldsatz nach dem Quartalsende innerhalb von zwei Wochen von 5% auf 2½% und bis Ende Oktober weiter auf 2% zurück. Dazu kam, daß nach der D-Mark-Aufwertung Gelder von der Bundesrepublik in die Schweiz flossen und hier vor allem eine kräftige Entspannung am Kapitalmarkt bewirkten. Bei diesen Mittelzuflüssen dürfte es sich im wesentlichen um die Rückgängigmachung von Positionen gehandelt haben, die während der vorangegangenen Monate in Erwartung einer D-Mark-Aufwertung bezogen worden waren. Nennenswerte spekulative Bewegungen im Blick auf eine allfällige Aufwertung des Schweizerfrankens lassen sich dagegen, im Unterschied zur D-Mark-Aufwertung von 1961, nicht feststellen. Die Nationalbank hatte keine Dollars vom Markte zu übernehmen. Der Dollarkurs bewegte sich vielmehr stets über dem unteren Interventionspunkt, ja stieg zeitweise bis auf 4,34 an. Die aus der Bundesrepublik zurückfließenden Gelder suchten zum Teil Anlage in schweizerischen Vermögenswerten, insbesondere Wertschriften. Im übrigen aber dürften sie ihren Weg an den Eurodollar-Markt genommen haben, der mit seinen weiterhin hohen Zinssätzen nach wie vor eine starke Anziehungskraft auf Anlage suchende Gelder ausübt.

Der Einfluß der ertragreichen kurzfristigen Anlagemöglichkeiten am Euromarkt auf unsere Geld- und Kreditversorgung spiegelt sich sehr deutlich in der Entwicklung der Bankbilanzen während des dritten Quartals. Zeigt sich dies bei den Passiven in der auffallenden Zunahme der Termingelder, auf die 60% des gesamten Zuwachses entfallen, so kommt es bei den Aktiven im starken Anstieg der Guthaben bei ausländischen Banken um 2,7 Mrd. Franken oder rund 10% zum Ausdruck. Der Nettobetrag der Auslandguthaben der schweizerischen Banken hat in dieser Periode allerdings mit rund 500 Mio. Franken nicht mehr so stark zugenommen wie im vorangegangenen zweiten Vierteljahr. Er stieg damit bis Ende September auf 6,2 Mrd. Franken. Auch der Zugang ausländischer Gelder hat sich, gemessen an der Entwicklung der Auslandsverbindlichkeiten unserer Banken, im dritten Quartal etwas verlangsamt, ist aber mit 1,8 Mrd. Franken nach wie vor sehr beträchtlich.

Die bereits im zweiten Quartal verzeichnete rasche Ausweitung der inländischen Bankkredite hat im dritten Viertel des Jahres noch erheblich zugenommen. Die von den Banken für Verwendung im Inland eingeräumten Kredite nahmen in diesen drei Monaten um 2,3 Mrd. Franken zu, verglichen mit lediglich 1,4 Mrd. Franken im entsprechenden Zeitraum des Vorjahres. Die Zuwachsrate gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat stieg im August auf 12,7% (Vorjahr: 7,6%) und im September auf 12,5% (Vorjahr: 8,2%). Von der Zunahme der unter Debitoren verbuchten inländischen Bankkredite im dritten Quartal entfielen rund 60% allein auf den Monat August. Im Hinblick auf diese Ballung der inländischen Kreditausweitung im August erwies es sich als angezeigt, den in der Vereinbarung über die Kreditzuwachsbegrenzung vorgesehenen Stichtag für die Bemessung des Kreditzuwachses vom 31. August auf den 31. Juli 1969 zurückzulegen.

Am Kapitalmarkt trat von Anfang Oktober an eine deutliche Belebung der Nachfrage nach Anleiheobligationen und Aktien bei einem entsprechenden Kursanstieg ein. Bei reger Emissionstätigkeit, namentlich am Aktienmarkt, fanden alle Neuauflagen gute Aufnahme. Die zur Ausgabe gelangten Anleiheobligationen wurden teilweise stark überzeichnet. Die Zinskonditionen für neue

schweizerische Anleiheemissionen wurden im Oktober um $\frac{1}{4}\%$ erhöht, so daß nun für kantonale und Kantonalbankobligationen ein Satz von $5\frac{1}{2}\%$, für Kraftwerkanleihen von $5\frac{3}{4}\%$ – 6% üblich ist. Der Bund plazierte in der ersten Novemberwoche ein Anleihen im Betrage von 150 Mio. Franken zu $5\frac{1}{4}\%$ und einem Ausgabekurs von 99%. Die Emission, die zur Konversion bzw. Rückzahlung von Kassascheinen des Jahres 1964 diente, wurde stark überzeichnet. In der zweiten Hälfte November wurde die Marktverfassung etwas fester. Neuemissionen konnten in allerletzter Zeit zwar weiterhin voll untergebracht werden, wurden indessen nicht mehr in gleicher Weise überzeichnet wie im Oktober. Der leichte Tendenzumschwung kam auch in der Entwicklung der Rendite der Bundesobligationen zum Ausdruck, die, nachdem sie von $5,42\%$ Anfang Oktober auf $5,22\%$ in der ersten Novemberwoche zurückgefallen war, bis Ende November wieder auf $5,34\%$ stieg.

Trotz der nach dem Septemberultimo eingetretenen leichten Entspannung am Geld- und Kapitalmarkt hat sich der seit einiger Zeit im Gange befindliche Aufwärtstrend unseres Zinsniveaus in den vergangenen Monaten fortgesetzt. Dabei handelt es sich im wesentlichen um mit einiger zeitlicher Verzögerung vorgenommene Anpassungen an den allgemeinen Zinsanstieg, der sich vom internationalen Bereich sukzessive auf unser inländisches Zinsgefüge überträgt. Auf die Anpassung der Zinskonditionen für Anleiheemissionen ist bereits hingewiesen worden. Ab 11. November 1969 sind sodann die Spezialdiskontsätze für Pflichtlagerwechsel in Anlehnung an die höheren Marktsätze und die im August erfolgte Heraufsetzung des offiziellen Diskontsatzes der Nationalbank um $\frac{3}{4}\%$ bzw. $\frac{1}{2}\%$ erhöht worden, nämlich auf $3\frac{3}{4}\%$ für Lebens- und Futtermittel und auf 4% für alle übrigen Pflichtlager. Nachdem die Großbanken und Kantonalbanken ihre Kassenobligationensätze vom September an um $\frac{1}{4}\%$ erhöht hatten, hat die Nationalbank nach Fühlungnahme mit den Bankenverbänden dem Begehren der Lokalbanken und Spärkassen zugestimmt, ihre Kassenobligationensätze vom 8. Dezember an um $\frac{1}{4}\%$ auf $5\frac{1}{2}\%$ für längerfristige Titel hinaufzusetzen. Einige Kantonal- und Lokalbanken haben sodann von ihrem Beschluß Kenntnis gegeben, ihren Hypothekensatz – insbesondere für bestehende Darlehen – auf den 1. Januar 1970 um $\frac{1}{4}\%$ zu erhöhen.