

An der Sitzung des Bankrates der Schweizerischen Nationalbank vom 16. Juni 1972 hat Dr. E. Stopper, Präsident des Direktoriums, folgenden Bericht erstattet:

### Die weltwirtschaftlichen Entwicklungstendenzen

Das Klima allgemeiner Beunruhigung und Unsicherheit, das die währungspolitischen Ereignisse des vergangenen Jahres zunächst erzeugt hatten und das sich in zahlreichen Ländern hemmend auf die Wirtschaftstätigkeit auszuwirken begonnen hatte, machte nach der Rückkehr zu festen Wechselkursen und dem Realignment vom 18. Dezember 1971 wie wohl auch unter dem Eindruck der überwiegend auf Expansion umgeschalteten Wirtschaftspolitik sehr rasch wieder einer zuversichtlicheren Konjunkturbeurteilung Platz.

Seit Beginn des neuen Jahres sind in Europa Anzeichen einer wirtschaftlichen Belebung festzustellen, während in Nordamerika der schon im letzten Quartal 1971 verzeichnete Konjunkturanstieg seinen Fortgang nimmt. Für das erste Halbjahr 1972 wird daher für den Bereich der OECD, dem die wichtigsten Industrieländer angehören, mit einem im Vergleich zum vorangegangenen Semester (4%) leicht beschleunigten Anstieg des Brutto-sozialproduktes von 5% (Jahresrate) gerechnet.

In Anbetracht der Phasenverschiebung in der konjunkturellen Entwicklung zwischen Nordamerika, das sich bereits in einem fortgeschrittenen Stadium des Aufschwunges befindet, und Europa dürfte der Zuwachs des realen Brutto-sozialproduktes im genannten Zeitraum in Nordamerika gut 6% erreichen, während er in Europa durchschnittlich nur auf etwa 3% geschätzt wird. In Japan und Australien wird für das erste Halbjahr 1972 ein Wachstum von etwa 4% erwartet.

In den meisten Ländern wurde in den vergangenen Monaten eine betont expansive Wirtschaftspolitik betrieben. Durch wachsende öffentliche Ausgaben und eine reichliche Geldversorgung wurde versucht, die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen anzukurbeln. In den Vereinigten Staaten und Kanada geht das Bestreben der Behörden vor allem dahin, die trotz stärkeren Wachstums nach wie vor sehr hohe Arbeitslosenziffer zu reduzieren. Auch in verschiedenen europäischen Ländern, so insbesondere in Großbritannien, steht die Beseitigung der hohen Arbeitslosigkeit im Vordergrund der wirtschaftspolitischen Zielsetzung. Diese Entwicklung bedeutet indessen, daß die Nachfrage bereits in einem Zeitpunkt stimuliert wird, da, mit ganz wenigen Ausnahmen, die Inflation noch ungebrochen andauert. Die Preissteigerung betrug im OECD-Raum im vergangenen Jahr, gemessen am Konsumentenpreisindex, etwas unter und nach dem Preisindex des Brutto-sozialproduktes etwas

über 5%. Die weitgehend kosteninduzierte Inflation, die von der letzten Konjunkturüberhitzung zurückgeblieben ist, droht so von einer neuen, nachfragebedingten Teuerungswelle überlagert zu werden.

Das wirtschaftspolitische Bemühen, in einer noch nicht überwundenen Inflationsphase bereits wieder einen neuen Aufschwung auszulösen, dürfte in erster Linie zu einer Ausweitung der öffentlichen Nachfrage einschließlich Infrastrukturinvestitionen sowie des privaten Konsums einschließlich Wohnungsbau führen. Da vorderhand in den meisten Ländern die Investitionstätigkeit der Wirtschaft nicht darauf anspricht, geht die Überwindung der «Stagnation», oder genauer gesagt der mit anhaltender Inflation verbundenen Arbeitslosigkeit, meist langsamer als erwartet vor sich. Die Investitionsneigung der Unternehmen wird durch die anhaltende Kostensteigerung gehemmt. Sie dürfte sich, falls es nicht gelingt, der Kosteninflation Einhalt zu gebieten, erst dann wieder entfalten, wenn die Nachfrageexpansion einen Grad erreicht hat, der es den Unternehmen erlaubt, die Kostensteigerung in einem Maße auf die Preise zu überwälzen, das die Gewinnaussichten verbessert. Eine derartige Entwicklung würde aber die Inflationstendenzen noch verstärken.

Die heute vorherrschende Tendenz einer in erster Linie auf Expansion der Nachfrage und maximales Wirtschaftswachstum gerichteten Politik erscheint indessen nicht nur wegen der damit verbundenen Gefahr der sich sukzessive steigernden Inflation problematisch. Die Ergebnisse neuester Untersuchungen über die Möglichkeiten globalen wirtschaftlichen Wachstums auf unserer Erde lassen diese Politik auch noch aus einem anderen Grunde fragwürdig und revisionsbedürftig erscheinen. Diese Forschungsergebnisse haben nämlich ergeben, daß bei Fortdauer des derzeitigen Wachstums der Weltbevölkerung und ihres Güterkonsums die auf der Erde vorhandenen Ressourcen an Nahrungs- und Futtermitteln, Rohstoffen und Energieträgern nicht erst in Jahrhunderten, sondern in vielen Fällen schon in Jahrzehnten erschöpft sein werden. Selbst Stoffe, welche die klassische Ökonomie noch als «freie Güter» zu bezeichnen pflegte – Wasser und Luft –, werden bei wachsender Verschmutzung allmählich knapp.

Die Aufdeckung dieser engen natürlichen Wachstumsgrenzen wird, wenn nicht alles täuscht, in absehbarer Zeit einen grundlegenden Wandel der bisherigen Wirtschaftsphilosophie zur Folge haben müssen. Auf die Ökonomie der «Gesellschaft im Überfluß» der letzten Jahrzehnte, deren Hauptsorge dem Problem galt, das Andauern einer wachsenden Güterproduktion durch künstliche Weckung neuer Bedürfnisse in Gang halten zu können, wird wohl, wenn auch in neuer Form, wieder das jahrtausendealte Gebot des Haushaltenmüssens mit den knappen Gütern dieser Erde folgen.

Zur Lage in einigen der wichtigsten Industrieländer folgen einige ergänzende Hinweise:

Der während des größeren Teils des vergangenen Jahres noch etwas schleppende Aufschwung der *amerikanischen Wirtschaft* hat sich in den letzten Monaten verstärkt. Im ersten Quartal 1972 nahm das reale Brutto-sozialprodukt um rund 5½% (Jahresrate) zu. Kräftig expandierten die privaten Investitionen, und zwar außer im Wohnungsbau auch in Industrie und Gewerbe. Die öffentlichen Ausgaben und der private Konsum setzten ihren Anstieg fort. Der erwartete Lageraufbau blieb bisher aus, so daß die Lagerbestände nun ungewöhnlich niedrig sind. Die Industrieproduktion wächst seit Herbst 1971 mit einer Jahresrate von etwa 7%.

Die Mehrzahl der Indikatoren deutet auf eine Fortsetzung oder sogar Verstärkung des Aufschwunges hin. Die Gewinne zeigen einen steigenden Trend. Die Investitionspläne der Industrie wurden nach oben revidiert. Der Auftragseingang bei der Werkzeugmaschinenindustrie ist kräftig gestiegen. Die Zahl der begonnenen Wohnbauten ist trotz des Rückganges im März und April immer noch hoch. Die öffentlichen Ausgaben nehmen auf Bundes- und lokaler Ebene weiter zu, und der private Konsum dürfte durch den Anstieg der Beschäftigung zusätzliche Impulse erhalten.

Trotz dieser günstigen Tendenzen ist die Arbeitslosigkeit bisher nur wenig zurückgegangen, und die unausgenutzten Kapazitäten der Industrie sind noch beträchtlich. Dies hat jedoch eine Verstärkung des Preisauftriebes nicht verhindert. Der Preisindex des Sozialproduktes erhöhte sich im ersten Quartal 1972 mit einer Jahresrate von 6%, gegenüber nur 2% im Vorquartal. Gleichzeitig sind auch die Löhne stärker gestiegen, so daß sich die Lohnkosten pro Produktionseinheit im privaten Sektor der amerikanischen Wirtschaft im ersten Quartal 1972 – bei etwas nachlassendem Produktivitätsfortschritt – mit einer Jahresrate von 6,3% erhöht haben.

Die Entwicklung der *britischen Wirtschaft* in den letzten Monaten ist nicht leicht zu deuten. Namentlich die Auswirkungen wiederholter Arbeitskonflikte, insbesondere des Kohlenarbeiterstreiks, erschweren eine Beurteilung. Die statistischen Angaben lauten überwiegend ungünstig. Im ersten Quartal 1972 waren das reale Brutto-sozialprodukt, die Industrieproduktion und der Export gegenüber dem Vorquartal rückläufig. Die Abschwächung der Teuerung kam zum Stillstand. Der Anstieg der Löhne begann sich nach dem ungünstigen Ausgang des Kohlenarbeiterstreiks im Februar wieder etwas zu beschleunigen. Die britische Industrie scheint dagegen nunmehr deutlich zu expandieren. Die nächste Zukunft wird von den Unternehmern außerordentlich optimistisch beurteilt. Auch die Investitionsbereitschaft hat offenbar zugenommen. Nur in bezug auf die Entwicklung von Kosten und Preisen stimmen Statistik und eine im April vom Industrieverband durchgeführte Umfrage weitgehend überein. Die optimistischen Erwartungen dürften allerdings durch die kurz vorher im Zusammenhang mit der

Budgetvorlage bekanntgegebenen, sehr bedeutenden Steuererleichterungen beeinflusst worden sein. Die Regierung erstrebt mit diesen Steuererleichterungen und weiteren stark expansiven Maßnahmen eine Beschleunigung des Wachstums des realen Brutto-sozialprodukts auf 5% und eine Reduktion der hohen Arbeitslosigkeit. Die Arbeitslosenzahl ist denn auch im Mai erstmals seit längerer Zeit spürbar zurückgegangen.

In der *Bundesrepublik Deutschland*, wo das reale Brutto-sozialprodukt im zweiten Halbjahr 1971 – teilweise streikbedingt – etwas gesunken war, bahnte sich bereits um die Jahreswende wieder eine leichte Erholung der Wirtschaftstätigkeit an. Die Aufschwungstendenzen haben sich seither sukzessive verstärkt. Industrieproduktion und Auftragseingang waren im März etwa 3% höher als ein Jahr zuvor. Sowohl die Inland- als auch die Auslandnachfrage nahmen zu. Dies gilt hauptsächlich für Konsumgüter. Sehr lebhaft ist ferner der Wohnungsbau, der von der inflationsbedingt steigenden Nachfrage nach Sachwerten stimuliert wird. Zur Wiederbelebung der Wirtschaft tragen die teils absichtlichen, teils «automatischen» Expansionseffekte der öffentlichen Haushalte bei, deren Einnahmen hinter den Erwartungen zurückbleiben, während die Ausgaben stärker als geplant zunehmen. Auch die Ankündigung der Rückzahlung des steuerlichen Konjunkturzuschlages im Juni dürfte die Ausgabenpläne der Konsumenten gefördert haben. Inzwischen scheinen Bestrebungen in Gang gekommen zu sein, die Staatsausgaben und das Budgetdefizit zu kürzen. Die Lohnerhöhungen haben sich etwas verlangsamt. Auch die Preissteigerung hat sich leicht abgeschwächt und bleibt hinter derjenigen in den meisten anderen Industrieländern etwas zurück. Sie ist aber mit rund 5% für deutsche Verhältnisse nach wie vor hoch.

Die *französische Konjunktur* zeichnet sich seit etwa zwei Jahren durch ein, verglichen mit den Schwankungen in anderen Ländern, bemerkenswert kontinuierliches Wachstum des realen Brutto-sozialprodukts von gut 5% pro Jahr aus. Importe und Exporte nahmen kräftig und praktisch im Gleichschritt zu. Die Inflationsrate bewegte sich in dieser Zeit ohne größere Veränderungen zwischen 5,5 bis 6%. Die Regierung bemühte sich bisher ohne sichtbaren Erfolg, die Teuerung durch direkte Einflußnahme auf die Preisbildung zu vermindern. Trotz der beachtlichen Expansion der Wirtschaft stieg die ausgewiesene Zahl der Arbeitslosen bis Anfang 1972. Sie hat sich in letzter Zeit stabilisiert oder sogar leicht zurückgebildet. In Anbetracht der relativ hohen Arbeitslosigkeit und der zu Beginn des Jahres noch befürchteten weltwirtschaftlichen Abschwächung wurde die Wirtschaftspolitik auf Förderung der Expansion ausgerichtet.

In *Italien* hat sich die um die Jahreswende erwartete Wiederbelebung der Wirtschaft bisher nicht verwirklicht, obwohl sich die soziale Unrast etwas vermindert hat. Die außerordentlichen Kostensteigerungen der vergangenen zwei Jahre scheinen die Bereitschaft der Unternehmer zu neuen Investitionen zu hemmen. Die vorzeitig abgehaltenen Parlamentswahlen und die im Herbst 1972 bevorstehenden neuen Lohnverhandlungen stellen zusätz-

liche Unsicherheitsfaktoren dar. Der im Jahre 1971 zeitweilig verzeichnete leichte Rückgang von Sozialprodukt und Industrieproduktion ist indessen zum Stillstand gekommen. Die Unternehmerumfragen lassen seit Beginn des laufenden Jahres eine etwas positivere Einschätzung der Lage erkennen.

In den meisten kleineren Industrieländern Europas trat im Jahre 1971 eine deutliche Konjunkturabschwächung ein. Dies war besonders in Schweden, Finnland, den Niederlanden und Belgien der Fall. In all diesen Ländern nahm auch die Arbeitslosigkeit erheblich zu, was mit Ausnahme der Niederlande die Hinwendung zu einer eindeutig expansiv gerichteten Wirtschaftspolitik zur Folge hatte. Seit der Jahreswende sind auch in diesen Ländern, abgesehen von den Niederlanden, Zeichen einer konjunkturellen Belebung festzustellen.

In Kanada hielt die schon 1971 kräftige Expansion der Wirtschaft auch in den ersten Monaten des laufenden Jahres an. Da indessen auch die aktive Bevölkerung stark zunahm, blieb die Arbeitslosigkeit weiterhin relativ hoch. Um die wirtschaftliche Expansion noch mehr zu fördern, wurden mit dem Budget für das Finanzjahr 1972/73 starke Steuerermäßigungen für die verarbeitende Industrie erlassen. Die inflationären Spannungen haben sich seit Mitte 1971 wieder verstärkt.

Die japanische Wirtschaft vermochte ihre Wachstumsstockung auch in den ersten Monaten des laufenden Jahres noch nicht zu überwinden. Zwar dürfte das reale Bruttosozialprodukt auch im Winterhalbjahr 1971/72 mit einer Jahresrate von 4-5% gestiegen sein. Da die Produktionskapazität aber wesentlich stärker zunahm, sank ihr Auslastungsgrad weiter. Die Zahl der Arbeitslosen erhöhte sich, ohne allerdings einen beunruhigend hohen Stand zu erreichen. Regierung und Notenbank sind bemüht, durch eine sehr expansive Fiskal- und Geldpolitik möglichst rasch einen neuen Aufschwung herbeizuführen.

### **Zum internationalen Währungsgeschehen**

Der internationale Zahlungsverkehr hat sich in den vergangenen Monaten mit den neuen, seit der Aufhebung der Dollarkonvertibilität und dem Realignment der Wechselkurse entstandenen internationalen Währungsverhältnissen recht gut zurecht gefunden. Allerdings herrschte an den Devisenmärkten gelegentlich Unsicherheit darüber, ob die neu festgesetzten Wechselkursrelationen Bestand haben und von den Notenbanken unter dem Ansturm weiterer Dollarzuflüsse gehalten würden. Zu solchen Zweifeln hatte zunächst insbesondere das Ausbleiben des von weiten Kreisen nach der Wechselkursbereinigung erwarteten Rückstromes von Geldern nach den Vereinigten Staaten Anlaß gegeben. Die Tatsache, daß die amerikanischen Behörden zu Beginn des Jahres ihre auf Kreditexpansion und Zinssenkung ausgerichtete Politik fortsetzten, schien den Erfordernissen der Zahlungs-

bilanz zuwiderzulaufen. Einer raschen Rückkehr abgeflossener Gelder nach den USA, bzw. ihrer Rückverwandlung in Dollars, stand unmittelbar nach dem Realignment auch die neu entstandene Konstellation der Wechselkurse entgegen. Im Verhältnis zu den Währungen der wichtigeren Industrieländer befand sich zunächst der Dollarkurs durchwegs am oder nahe beim oberen Interventionspunkt. Sowohl für Rücktransferierungen von in anderen Währungen angelegten Geldern wie auch für Neuanlagen in Dollars konnten somit die Wechselkurse nur günstiger werden. Bis dahin lohnte es sich, zuzuwarten. Tatsächlich fielen denn in der Folge auch die Dollarkurse in den meisten Industrieländern. Einzelne Notenbanken, so insbesondere jene Japans, der Bundesrepublik Deutschland, Großbritanniens sowie Hollands und Belgiens, sahen sich veranlaßt, zur Stützung des Dollarkurses Dollars vom Markte zu übernehmen bzw. zusätzliche Abwehrmaßnahmen gegen weitere unerwünschte Mittelzuflüsse zu ergreifen.

Diese Entwicklung löste anfangs März an den Devisenmärkten vorübergehend reichlich Unruhe aus und verhinderte vorerst den Rückfluß von Mitteln nach den USA. Die Lage entspannte sich indessen im Anschluß an das Treffen der Notenbankgouverneure in Basel gegen Mitte März sehr bald wieder. Insbesondere wirkte die Ankündigung des Vorsitzenden des amerikanischen Notenbanksystems, seine Behörde werde mit ihrer Politik ein Ansteigen der kurzfristigen Zinssätze begünstigen, die sehr bald von einer Befestigung der Geldmarktsätze gefolgt war, beruhigend. Dieser Eindruck wurde verstärkt durch die Versicherung der Notenbankleiter, an den in Washington vereinbarten Interventionskursen festzuhalten.

Der Anstieg der kurzfristigen Zinssätze in den Vereinigten Staaten war begleitet von einem Rückgang der amerikanischen Kapitalabflüsse. Die fortschreitende Erholung der amerikanischen Wirtschaftslage sowie der Börsenkurse scheint in letzter Zeit sodann zu vermehrten ausländischen Käufen amerikanischer Wertschriften geführt zu haben. Der Druck auf den Dollarkurs schwächte sich ab. Stützungskäufe nicht-amerikanischer Notenbanken erfolgten im März und April nur noch in minimalem Umfang. Der Dollarkurs bewegt sich in den meisten Industrieländern nach wie vor unter dem Mittelkurs. Die Schweiz bildet in dieser Hinsicht eine Ausnahme. Festgehalten zu werden verdient sodann, daß Frankreich im Mai eine Lockerung seiner Devisenbewirtschaftung vorgenommen hat. Zahlungen für die meisten Dienstleistungen können seither zum von der Notenbank gestützten Dollarkurs der kommerziellen Zahlungen abgewickelt werden. Die Kursdifferenz zwischen dem kommerziellen und dem Finanzdollar ist zurückgegangen. Die Zweiteilung des Devisenmarktes scheint sich auch in Frankreich nicht ohne Probleme aufrechterhalten zu lassen.

Der außergewöhnliche Anstieg des Goldpreises im Laufe des Monats Mai stand mit dem internationalen Währungsgeschehen nicht in unmittelbarem Zusammenhang. Die Goldpreishausse der vergangenen Wo-

chen war vielmehr primär auf einige Sonderfaktoren zurückzuführen, nämlich das Zusammentreffen einer erhöhten Nachfrage für industriellen und gewerblichen Bedarf sowie, im Zusammenhang mit den politischen Ereignissen im Fernen Osten, für Hortungszwecke mit einem verminderten Angebot Südafrikas, dessen Zahlungsbilanzlage sich gebessert hat. Die Preisentwicklung dürfte allerdings durch allerhand Gerüchte und Spekulationen zusätzlich stimuliert worden sein.

Die Entwicklung der Zahlungsbilanzen im ersten Quartal des laufenden Jahres läßt, soweit hierfür bereits Zahlen vorliegen, keine grundlegenden Tendenzänderungen gegenüber dem vergangenen Jahr erkennen. Das Defizit der amerikanischen Zahlungsbilanz (official settlements) hat sich zwar im Vergleich zu den vorangegangenen Quartalen (-6,3 Mrd. Dollar) wesentlich verringert (-3,5 Mrd. Dollar). Die Verbesserung war jedoch praktisch ausschließlich dem Umschwung im Kapitalverkehr mit dem Ausland, insbesondere dem Rückgang der Mittelabflüsse, zu verdanken. Die Handels- und Ertragsbilanz dagegen hat sich noch weiter verschlechtert. Die Abwertung des Dollars konnte sich in dieser kurzen Zeit noch nicht positiv auf den amerikanischen Außenhandel auswirken. Auf Grund der Erfahrungen mit Abwertungen in anderen Ländern weiß man, daß es ein bis zwei Jahre dauert, bis sich ein Abwertungseffekt zu zeigen beginnt.

Auch in Japan hat die Aufwertung bisher den Trend zu wachsenden Einnahmenüberschüssen in der Handels- und Ertragsbilanz nicht zu bremsen vermocht. Die anhaltende Tendenz zu hohen Überschüssen in der Zahlungsbilanz bereitet den japanischen Behörden erhebliche Sorgen. Die trotz intensiven Ankurbelungsmaßnahmen stagnierende Wirtschaft bremst die Importe und fördert umgekehrt die Anstrengungen der japanischen Unternehmen, ihre Verkäufe im Ausland auszuweiten. Die japanische Regierung ist bemüht, durch freiwillige Exportbegrenzungen sowie Förderung der Importe und insbesondere der Kapitalausfuhr den Zahlungsbilanzüberschuß und die Zunahme der Währungsreserven einzudämmen.

Neben dem Fortdauern der beiden extremen Ungleichgewichtspositionen der USA einerseits und Japans andererseits verdient im Bereich der Zahlungsbilanzentwicklung der fortschreitende Rückgang des Aktivsaldo der britischen Ertragsbilanz verzeichnet zu werden. Obschon die Wirtschaft Großbritanniens bisher lediglich eine bescheidene Belebung aufwies, ist die Handelsbilanz in den ersten vier Monaten des laufenden Jahres passiv geworden. Der Einnahmenüberschuß im Dienstleistungsverkehr übertrifft allerdings den Passivsaldo der Handelsbilanz nach wie vor erheblich.

Die Ertragsbilanz der Bundesrepublik Deutschland war im ersten Quartal 1972 praktisch ausgeglichen, während die Gesamtzahlungsbilanz als Folge von Kapitalzuflüssen einen beträchtlichen Überschuß aufwies. Einen deutlichen Zahlungsbilanzüberschuß bei leicht aktiver Ertragsbilanz hatte auch Frankreich zu verzeichnen, während

sich in Italien die Ertragsbilanz zwar verbessert hat, die Gesamtzahlungsbilanz als Folge bedeutender Kapitalabflüsse jedoch passiv geworden ist.

Die im Dezember letzten Jahres vereinbarte Dollarabwertung ist im April vom Kongreß der Vereinigten Staaten gutgeheißen worden.

Das Realignment sollte nach Auffassung der an der Vereinbarung über das Realignment beteiligten Staaten den ersten Schritt auf dem Wege zu einer umfassenden Reform der internationalen Währungsordnung bilden. In dem nach der Washingtoner Konferenz veröffentlichten Communiqué war dementsprechend der Wunsch zum Ausdruck gebracht worden, die Diskussion über eine derartige Reform möge unverzüglich im Rahmen des Internationalen Währungsfonds aufgenommen werden. Diese Empfehlung erfolgte im Bewußtsein, daß die «Zehner-Gruppe» für Gespräche über eine Neugestaltung der internationalen Währungsordnung einen zu engen Rahmen bilden würde.

In den vergangenen Monaten konzentrierte sich die Diskussion auf die Frage der Zusammensetzung des Forums, in dem die bevorstehenden Gespräche über die Währungsreform geführt werden sollen. Da die 20 Direktoren des Währungsfonds für die von ihnen vertretenen Länder nicht mit der Kompetenz sprechen und verhandeln können, die für die Durchsetzung einer Neuordnung des Währungssystems erforderlich erscheint, wurde der Vorschlag gemacht, ein entsprechendes Gremium auf einer höheren Stufe zu bilden. Es würde anstelle der Exekutivdirektoren aus 20 Regierungsvertretern (Finanzminister und/oder Notenbankgouverneure) bestehen, welche im wesentlichen die gleichen Länder oder Ländergruppen vertreten wie die Exekutivdirektoren. Ein weiterer Gedanke, der vor allem von den Vereinigten Staaten zur Diskussion gestellt worden ist, geht dahin, ein Forum zu bilden, das nicht nur über eine Reform des Währungssystems, sondern gleichzeitig auch über die Regelung handelspolitischer Fragen zu verhandeln hätte. Ein solches Gremium wäre nach diesen Vorstellungen aus dem engeren Bereich des Währungsfonds herauszuhalten. Es hätte ein eigenes Sekretariat und würde die verschiedenen bereits bestehenden internationalen Spezialinstitutionen, wie Währungsfonds und BIZ, OECD und GATT, als Expertengremien für spezifische Probleme beiziehen. Nach amerikanischer Auffassung könnte ein derartiges internationales Verhandlungsforum ebenfalls aus etwa zwanzig Vertretern bestehen. Zurzeit ist noch unklar, in welchem Rahmen schließlich die Gespräche und Verhandlungen aufgenommen werden. Übereinstimmung scheint vorerst lediglich darüber zu bestehen, daß das Forum aus ungefähr zwanzig Mitgliedern bestehen wird, um insbesondere auch den Entwicklungsländern eine angemessene Beteiligung zu ermöglichen.

Bisher sind somit lediglich Prozedurfragen erörtert worden. Die eigentlichen, materiellen Fragen der Währungsreform sind, abgesehen von vorbereitenden Studien, die vom Stab des Währungsfonds ausgearbeitet

worden sind, noch nicht zur Behandlung gelangt. So harrt auch eine der vordringlichsten Fragen, jene der Wiederherstellung der sog. kleinen Konvertibilität im Währungsfonds, die es diesem erlaubt, seine normale Tätigkeit auszuüben, noch immer einer Lösung. Für Großbritannien konnte allerdings eine ad hoc-Regelung gefunden werden, die es der britischen Regierung Ende April nach einiger Verzögerung endlich ermöglichte, die restlichen Schulden an den Währungsfonds (396 Mio. Dollar) zurückzuzahlen.

Noch bevor die Gespräche über eine Reform des internationalen Währungssystems aufgenommen werden dürften, wird voraussichtlich eine Entscheidung über eine in dieser Hinsicht ebenfalls bedeutsame Frage zu treffen sein, nämlich darüber, ob in den nächsten Jahren weiterhin zusätzliche Währungsreserven in Form von Sonderziehungsrechten geschaffen werden sollen. Im Jahre 1969 war beschlossen worden, im Laufe der folgenden drei Jahre (1970/72) Sonderziehungsrechte im Werte von 9,5 Mrd. Dollar zu aktivieren. Die letzte der drei Jahrestanchen ist Anfang dieses Jahres an die beteiligten Länder verteilt worden. Nun stellt sich die Frage, ob die Aktivierung von Sonderziehungsrechten fortgesetzt oder bis auf weiteres eingestellt werden soll. Ein Bedarf an zusätzlicher internationaler Liquidität kann für die nächste Zeit zweifellos nicht geltend gemacht werden. Die Weltwährungsreserven haben seit Ende 1969, also innerhalb von lediglich zwei Jahren, um nicht weniger als 41 Mrd. Dollar oder 53% auf insgesamt 120 Mrd. (alte) Dollar zugenommen. Dieser Zuwachs war größtenteils durch das Ansteigen der Dollarreserven (um 30 Mrd. [alte] Dollar) bedingt. Die jüngste Entwicklung scheint darauf hinzudeuten, daß der Wunsch nach Wahrung einer gewissen Kontinuität über die Bedenken gegenüber einer übermäßigen Liquiditätsversorgung in den Überlegungen maßgebender Kreise die Oberhand gewinnt.

Die Ausweitung der Wechselkursmargen auf  $\pm 2\frac{1}{4}\%$  gegenüber dem Dollar, die im vergangenen Dezember gleichzeitig mit der Festsetzung neuer Wechselkurse beschlossen wurde, hat dazu beigetragen, die Bestrebungen zu einer Währungsintegration in der EWG neu zu beleben. Die Absicht, im Rahmen des sog. «Werner-Planes» die Wechselkursmargen unter Mitgliederwährungen der EWG auf den 1. Juni 1971 von  $\pm 0,75\%$  auf  $\pm 0,6\%$  im Verhältnis zum Dollar zu reduzieren, hatte unter dem Einfluß der internationalen Währungskrise des letzten Jahres nicht verwirklicht werden können. Die Verbreiterung der Wechselkursmargen gegenüber dem Dollar auf  $\pm 2\frac{1}{4}\%$  hätte auf Grund der bisherigen Interventionspraxis zur Folge gehabt, daß die Wechselkurse der EWG-Währungen unter sich in einem Band von  $\pm 4,5\%$  hätten schwanken können. Ein derart weiter Schwankungsbereich wäre den Bemühungen zu einer verstärkten Währungsintegration zuwidergelaufen. Die EWG-Länder beschlossen daher, die Kursmargen untereinander mit Wirkung ab 24. April 1972 bis auf weiteres auf  $2\frac{1}{4}\%$  zu reduzieren. Die gegenseitigen Kursschwankungen der EWG-Währungen werden damit innerhalb der gleichen maximalen Spanne gehalten wie die Kurs-

schwankungen dieser Währungen gegenüber dem Dollar. Die neue Bandbreite stellt zugleich eine wenn auch relativ bescheidene Verengung der vor dem Realignment unter den EWG-Währungen geltenden maximalen Bandbreite von 3% dar. Zur Einhaltung der engeren Kursmargen wurde die Anwendung eines neuen Interventionsystems nötig. Die Notenbanken der beteiligten Länder müssen nun nicht nur wie bisher den Kurs ihrer Währungen gegenüber dem Dollar, sondern auch gegenüber den anderen Mitgliederwährungen innerhalb der vorgesehenen Bandbreite halten und zu diesem Zweck nicht nur in Dollars, sondern auch in EWG-Währungen am Markt intervenieren. Sie stellen sich gegenseitig für die erforderlichen Interventionen ihre Währungen in Form von Swap-Krediten zur Verfügung, die nach Monatsfrist mit Währungsreserven in einer Zusammensetzung zurückbezahlt werden, die jener des Reservebestandes des Schuldnerlandes entspricht.

Die Margenverengung konnte in einem Moment in Kraft gesetzt werden, da die Wechselkurse der Mitgliederwährungen sich alle innerhalb des vorgesehenen Bandes von  $2\frac{1}{4}\%$  bewegten. Dies gilt auch für die Beitrittskandidaten Großbritannien, Dänemark, Norwegen und Irland, die sich dem neuen System ebenfalls angeschlossen haben. Bisher mußte vom Interventionsmechanismus kein Gebrauch gemacht werden.

Die EWG-Länder haben einige weitere Länder zur Teilnahme an der Kursmargenverengung und ihrem neuen Interventionssystem eingeladen, darunter auch die Schweiz. Unser Land hat sein grundsätzliches Interesse an einer Beteiligung zum Ausdruck gebracht und sich eine Prüfung der Frage vorbehalten. Da die Regelung von Swap-Krediten im Rahmen des EWG-Interventionsystems auch die Übertragung von Sonderziehungsrechten sowie von traditionellen Reservepositionen beim Währungsfonds vorsieht, berührt eine schweizerische Mitwirkung am EWG-System zugleich auch die Frage der Beziehungen unseres Landes zum Internationalen Währungsfonds. Diese sehr bedeutsame Frage aber befindet sich in Anbetracht der grundlegenden Wandlungen, die im Verlaufe der letzten Zeit im internationalen Währungssystem eingetreten sind, wie auch im Hinblick auf die im Gang befindliche Bildung eines Forums, in dem die Verhandlungen über die Reform der Währungsordnung geführt werden, zurzeit im Stadium intensiver Abklärungen und wird in nicht allzulanger Zeit einer Entscheidung bedürfen.

### **Die Konjunktorentwicklung in der Schweiz**

Auch in unserem Lande zeichnet sich eine neuerliche Belebung der Wirtschaftstätigkeit ab. Die rezessiven Tendenzen in der Weltwirtschaft hatten zwar in Zusammenhang mit der internationalen Währungskrise in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres zu einer gewissen Abschwächung der Exportnachfrage und der in-



dustriellen Produktion geführt. Die Expansion in der Binnenwirtschaft dauert indessen, von diesen außenwirtschaftlichen Einflüssen kaum berührt, ungebrochen weiter. In den ersten Monaten des laufenden Jahres haben sich die Auftriebskräfte im gewichtigsten binnenwirtschaftlichen Bereich, im Bausektor und den mit diesem zusammenhängenden Gewerbebranchen, noch verstärkt. Dies gilt insbesondere für den Wohnungsbau und die Bautätigkeit der öffentlichen Hand. Ferner zeigte auch der private Verbrauch, namentlich im Dienstleistungssektor, in letzter Zeit eine deutliche Belebung. Der von den Währungsereignissen im August des letzten Jahres im Bankensystem wie in der Wirtschaft zurückgebliebene Liquiditätsüberhang hat diese binnenwirtschaftlichen Auftriebstendenzen von der finanziellen Seite her zunächst begünstigt.

Die konjunkturelle Erholung im Ausland während den letzten Monaten beginnt nun zudem auch die Absatzaussichten mindestens in einem bedeutenden Teil des Exportbereiches wieder zu verbessern. Die künftige Entwicklung wird von den Unternehmern wesentlich optimistischer beurteilt als vor einem halben Jahr. Dieser Wandel im psychologischen Klima dürfte das Konjunkturgeschehen in den kommenden Monaten weiter stimulieren.

Für die nächste Zeit zeichnet sich daher die Gefahr einer neuerlichen Kumulierung der expansiven Kräfte in der schweizerischen Wirtschaft ab. Dies erfolgt zu einer Zeit, da die Produktionskapazitäten im wesentlichen immer noch voll ausgelastet sind und nach wie vor ein akuter Mangel an Arbeitskräften herrscht.

Im schweizerischen Außenhandel ist der im vergangenen Jahr verzeichnete Rückgang der Zuwachsraten zu Beginn dieses Jahres zum Stillstand gelangt. In den letzten Monaten nahmen die Wachstumsraten sowohl bei der Ausfuhr wie bei der Einfuhr wieder leicht zu.

In den ersten vier Monaten von 1972 stieg der Exportwert gegenüber der Vorjahresperiode um 9,2% (Vorjahr 7,6%). Dieser Zuwachs war indessen vorwiegend preisbedingt, so daß daraus nicht bereits auf eine verstärkte Auslandsnachfrage geschlossen werden kann.

Kräftig entwickelte sich die Ausfuhr insbesondere nach der Bundesrepublik Deutschland, Belgien, Österreich und Spanien, aber auch nach Frankreich sowie Großbritannien. Auch nach Japan, den Vereinigten Staaten und Kanada weisen die Verkäufe, nachdem sie im vergangenen Jahr rückläufig gewesen waren oder sich stark abgeschwächt hatten, wieder hohe Zuwachsraten auf. Abgenommen haben die Exporte im Vergleich mit dem Vorjahr nach Italien, nach den Niederlanden und Australien. Die Ausfuhr nach der EWG nahm während der ersten vier Monate um 8,5% (Vorjahr 6,7%), nach den EFTA-Ländern um 9,1% (Vorjahr 13,2%) zu. Die Zuwachsraten der wichtigsten Zweige der Exportindustrie betragen 6,6% bei der Maschinen- und Apparateindustrie, 13,9% bei der chemischen und 10% bei der Textil-

und Bekleidungsindustrie. Bei der Nahrungs- und Genußmittelindustrie (-7,3%) und bei der Uhrenindustrie (-0,5%) waren die Exporte rückläufig.

Der Importwert hat in den ersten vier Monaten im Vorjahresvergleich um 7,6% und damit eine Spur stärker zugenommen als in der gleichen Zeit 1971 (6,7%). Auffällig ist die überaus kräftige Steigerung der Einfuhr von Konsumgütern um 18% (Vorjahr 12%). Sie deutet auf eine verstärkte Ausweitung des privaten Verbrauchs hin. Dies gilt insbesondere für Personenautos und dauerhafte Konsumgüter. Die Zuwachsrate der Investitionsgüterimporte ist demgegenüber mit 8,8% gleich hoch wie im Vorjahr. Kaum zugenommen (1,6%, Vorjahr -1,8%) hat die Einfuhr von Rohstoffen und Halbfabrikaten. Es scheint, daß in diesem Bereich zum Teil immer noch Lagerbestände abgebaut worden sind. Die Bezüge aus dem EWG-Bereich nahmen um 8,7% (9,3%), jene aus den EFTA-Ländern um 9,7% (9,0%) zu. Die Wareneinfuhr aus den USA und Kanada war leicht rückläufig. Dagegen stieg sie aus einigen osteuropäischen Ländern beträchtlich. Die Importpreise erhöhten sich im ersten Vierteljahr durchschnittlich um 2,4%, wesentlich schwächer also als die Exportpreise (8,0%). Dabei wies der Durchschnittswert der eingeführten Konsumgüter einen Anstieg um 7,9%, jener der Investitionsgüter um 11,9% auf.

Die nahezu parallele Ausweitung von Exporten und Importen zeitigte während der ersten vier Monate dieses Jahres ein Defizit in unserer Handelsbilanz, das mit 2 198 Mio. Franken praktisch gleich groß ausfiel wie im gleichen Zeitraum des Vorjahres (2 158 Mio. Franken).

Die Detailhandelsumsätze pro Verkaufstag erhöhten sich während der ersten vier Monate des laufenden Jahres mit 9,4% praktisch im gleichen Maße wie vor Jahresfrist (9,6%). Andere Indikatoren, wie die erwähnte starke Zunahme der Konsumgüterimporte und Hinweise auf die Entwicklung im Dienstleistungssektor, deuten indessen auf eine Beschleunigung der privaten Konsumgüterkäufe hin.

Im Investitionsbereich zeichnet sich für die kommenden drei Monate eine spürbare Belebung ab. Insbesondere dürfte sich im Bausektor die Anspannung noch verschärfen. Nach den Erhebungen des Delegierten für Konjunkturfragen sind für 1972 Bauvorhaben im Gesamtbetrag von 24,6 Mrd. Franken gemeldet worden. Dies bedeutet einen Zuwachs gegenüber dem Vorjahr von 3,9 Mrd. Franken oder 18,7% verglichen mit 2,4 Mrd. Franken oder 13% vor Jahresfrist. Die Zunahme der privaten Bauvorhaben beträgt 20% (13%), wobei die Zuwachsraten im Wohnungsbau 22% (10%) und für industrielle Projekte 16% (17%) betragen. Die Bauprojekte der öffentlichen Hand zeigen eine Zunahme um 16% (13%), worin der Bund mit einem Zuwachs von 23%, die Kantone mit 15% und die Gemeinden mit 16% vertreten sind.

1971 sind Bauinvestitionen im Gesamtwert von 19,7 Mrd. Franken ausgeführt worden. Dies entsprach einem

Zuwachs von 3,4 Mrd. Franken oder 20,8% gegenüber 1970. Bringt man eine Baukostenteuerung von 12–14% in Abrechnung, so verbleibt eine volumenmäßige Produktionssteigerung von etwa 6–7%. Dieser hohe Zuwachs war zu einem beträchtlichen Teil besonderen Umständen, vor allem der durch die günstigen Witterungsverhältnisse ungewöhnlich langen Bauzeit, zu verdanken. In gleichem Sinne dürfte sich auch die vermehrte Zulassung von Saisonarbeitern ausgewirkt haben.

Selbst wenn im laufenden Jahr neuerdings mit gleich vorteilhaften Bedingungen gerechnet werden könnte, verbleibt ein im Vergleich zum Vorjahr wesentlich höherer Nachfrageüberhang. Der inflatorische Auftrieb von Kosten und Preisen im Baubereich und den mit diesem verbundenen Nebengewerben droht sich entsprechend zu verstärken.

Diese Tendenz wird auch durch andere verfügbare Zahlen bestätigt. So wiesen insbesondere, wie noch an anderer Stelle vermerkt wird, die von den Banken erteilten Baukreditzusagen ein ganz außergewöhnliches Ausmaß auf. Die Zahl der in 92 Städten erteilten Wohnbaubewilligungen (7 845), die im vergangenen Jahr trotz hoher Bautätigkeit zeitweise rückläufig gewesen war, übertraf im ersten Quartal 1972 das Vorjahresbetreffnis um 5%. Interessanterweise verzeichneten dabei die fünf Großstädte einen Rückgang um 1,8%, bei einem Zuwachs in den übrigen Städten um 7,4%, während bei den fertiggestellten neuen Wohnungen im gleichen Zeitraum die Entwicklung umgekehrt verlief. Bei einer Gesamtzunahme gegenüber dem Vorjahresquartal um 13,8% betrug die Zunahme in den fünf Großstädten 7,1% gegenüber einem Rückgang um 4,5% in den übrigen Städten.

1971 wurden in den Gemeinden mit mehr als 2 000 Einwohnern 50 896 neue Wohnungen erstellt oder 12% mehr als im Vorjahr. Am Jahresende befanden sich 65 200 Wohnungen im Bau, oder 21% mehr als vor Jahresfrist.

Die Entwicklung der begutachteten Fabrikbauvorlagen deutet darauf hin, daß die vom zweiten Quartal 1971 an verzeichnete leichte Abschwächung der industriellen und gewerblichen Investitionspläne zum Stillstand gelangt ist. Während zwar die Zahl der eingereichten Projekte noch etwas zurückgegangen ist, weist das Raumvolumen der eingereichten Neu- und Erweiterungsbauvorhaben im ersten Quartal 1972 einen Zuwachs von 8,6% auf.

Am Arbeitsmarkt scheint sich die Lage in den vergangenen Monaten nach den verfügbaren Zahlen wenig verändert zu haben. Die Angaben über Arbeitsuchende und offene Stellen lassen bisher keine weitere Verknappung des Marktes erkennen, während gewisse Erhebungen in einzelnen Teilbereichen eine wachsende Anspannung anzeigen. Dies gilt offenbar insbesondere für das Baugewerbe, wo der Beschäftigungsindex im ersten Quartal 1972 um 2,7% über dem entsprechenden Vorjahresstand lag.

Der Lohnauftrieb dauerte in den ersten Monaten des laufenden Jahres unvermindert weiter. Die durchschnittlichen Lohnsätze in Industrie und Baugewerbe erhöhten sich im ersten Quartal 1972 um 5,2% (im Vorjahr 5,1%). Aus den statistischen Unterlagen der AHV geht hervor, daß die beitragspflichtigen Einkommen im vergangenen Jahr um 15,3% zugenommen haben. Die inflatorische Aufblähung der Nominaleinkommen hat auch in unserem Lande ein beängstigendes Tempo erreicht.

Der Preisauftrieb, der im vergangenen Jahr ein in den Nachkriegsjahren bisher noch nie verzeichnetes Ausmaß annahm, hat sich in den letzten Monaten nur wenig abgeschwächt. Die Steigerungsrate gegenüber dem jeweiligen Vorjahresstand betrug im Januar und Februar weiterhin je 6,7% und im März und April je 6,3%. Dabei wiesen alle Teilindices mit Ausnahme von Heizung und Beleuchtung einen Anstieg auf. Die stärksten Preiserhöhungen waren bei den Ausgaben für Körper- und Gesundheitspflege, Wohnungsmieten, Verkehrsleistungen sowie Getränke und Tabak zu verzeichnen.

Die Schweiz liegt damit hinsichtlich Verteuerung des Lebensunterhaltes unter den elf führenden Industrieländern nach wie vor an dritter Stelle hinter den Niederlanden und Großbritannien.

Die Großhandelspreise zeigten im Verlaufe der ersten drei Monate des Jahres 1972 etwas höhere jährliche Steigerungsraten als im Vorjahr (2,5–2,9%), doch hat sich der Anstieg im April (2,3%) auf das Vorjahresniveau zurückgebildet. Bemerkenswert ist, daß sich der Preisrückgang bei den Importwaren, dem der relativ bescheidene Zuwachs des Gesamtindex zu verdanken war, seit Anfang des Jahres spürbar ermässigt hat, während die Verteuerung der Inlandwaren in wenig vermindertem Masse andauerte.

### Die Entwicklung am Geld- und Kapitalmarkt

Der Liquiditätsüberhang, den die enormen Mittelzuflüsse der ersten Augushälfte hatten entstehen lassen, bestimmte weitgehend die Verfassung des schweizerischen Geld- und Kapitalmarktes während der vergangenen Monate.

Die Nationalbank hatte sich zunächst bemüht, das entstandene Übermaß an Notenbankgeld durch eine bewußt liberale Kapitalexportholitik abzubauen. So wurden in der Zeit nach dem Realignment vom 20. Dezember 1971 bis Mitte Februar 1972 Kapitalexporte im Umfange von 2,2 Mrd. Franken bewilligt, in der Annahme, die damit entstehende Devisennachfrage werde es der Notenbank gestatten, Dollars an den Markt abzutreten und das Notenbankgeldvolumen entsprechend zu reduzieren. Dies trat indessen nicht ein. Die Kapitalexporte wurden offensichtlich durch anhaltende neue Mittelzuflüsse aus dem Ausland laufend kompensiert, so daß die Nationalbank nicht

in die Lage kam, am Devisenmarkt durch Dollarverkäufe zu intervenieren. Die bereits seit dem 16. August 1971 bestehende Verpflichtung der Banken, dafür zu sorgen, daß die ausländischen Schuldner den Erlös von auf Schweizerfranken lautenden genehmigungspflichtigen Kapital-exportgeschäften in der Schweiz in ausländische Währungen umwandeln, wurde daher am 14. Februar 1972 verschärft. Die gesuchstellenden Bankinstitute wurden verpflichtet, mindestens 25% des Frankenbetrages von genehmigungspflichtigen Anleihen, mittelfristigen Schuldverschreibungen (Notes) oder Krediten an ausländische Schuldner bei der Nationalbank zum offiziellen Verkaufskurs von 3.9265 in Dollars zu konvertieren. Mit Wirkung ab 1. Mai 1972 wurde die Konversionsquote auf 40% erhöht, während gleichzeitig der Dollarabgabekurs auf 3.88 ermäßigt wurde. Von Mitte Februar bis Ende Mai 1972 konnten auf diesem Wege die Devisenreserven und damit zugleich auch die Notenbankgeldmenge der Nationalbank um 600 Mio. Franken vermindert werden.

Die übermäßige Geldfülle hatte über das Jahresende hin noch keinen Anlaß zu konjunkturpolitischer Besorgnis geboten, da sich die Auftriebskräfte in unserem Lande im Verlaufe des Jahres 1971 sukzessive abgeschwächt hatten und nach den internationalen Währungsereignissen im August verbreitet Befürchtungen wegen einer bevorstehenden Rezession aufgetaucht waren. Als sich im Verlaufe des Frühjahrs sowohl im In- wie auch im Ausland das Konjunkturklima zu ändern begann, stellte sich das Problem des nach wie vor vorhandenen Liquiditätsüberhangs in einem neuen Licht. Das Direktorium der Nationalbank veranschlagte die Überschußliquidität des Bankensystems Ende März auf 4–5 Mrd. Franken. Die Abschöpfung im Rahmen der Kapitalexportbestimmungen erwies sich unter den veränderten Umständen allein als nicht wirksam genug. Das immer noch vorhandene Übermaß der Geld- und Kapitalversorgung drohte, die wiedererwachenden Auftriebstendenzen in untragbarer Weise zu fördern. In Rechnung zu stellen war dabei, daß die Kreditzuwachsrechnung auf Ende Juli 1972 abläuft. Die von den Banken gemeldeten Kreditzusagen an die Wirtschaft, und zwar insbesondere die zugesicherten Baukredite, zeigten bereits vom 3. Quartal 1971 an eine bisher noch nie registrierte Zunahme. Die Zuwachsraten gegenüber dem entsprechenden Zeitraum des Vorjahres betragen bei den gesamten inländischen Kreditzusagen 70% im dritten und 76% im vierten Quartal, bei den Baukreditzusagen allein 95% bzw. 93%.

Das Direktorium schlug daher Anfang April der Schweizerischen Bankiervereinigung zusätzliche Maßnahmen zur Verminderung des bestehenden Übermasses an Liquidität vor. Es wurde vereinbart, durch Erhebung von Mindestguthaben einen wesentlichen Teil des noch verbliebenen Überhangs an Notenbankgeld stillzulegen. Zu diesem Zweck wurde die in der Rahmenvereinbarung vom 1. September 1969 vorgesehene Mindestguthabenregelung für den Zuwachs von Verbindlichkeiten gegenüber Inländern in Kraft gesetzt. Die Inlandverbindlichkeiten der Banken waren durch die Mittelzuflüsse ebenfalls außergewöhnlich aufgebläht worden. Auf dem seit dem 31. Juli 1971 eingetretenen Zuwachs waren erstmals

auf Ende April Mindestguthaben in der halben Höhe der in der Rahmenvereinbarung vorgesehenen Mindestguthabensätze einzuzahlen. Die auf diesem Wege stillgelegten Gelder erreichten bisher einen Betrag von rund 1,1 Mrd. Franken.

Sodann wurde vereinbart, die Vereinbarung über die außerordentlichen Mindestguthaben auf dem Zuwachs der ausländischen Gelder vom 16. August 1971 durch restriktivere Interpretation einzelner Bestimmungen wirksamer zu gestalten. Die bisherige Regelung hatte wegen der vorgesehenen largen Kompensationsmöglichkeiten das angestrebte Ziel nicht erreicht. Die Neuinterpretation der Regelung führte Ende April 1972 zu einer Mittelabschöpfung von rund 1,3 Mrd. Franken. Der Betrag der Mindestguthaben auf dem Zuwachs der ausländischen Gelder reduzierte sich im Laufe des Monats Mai durch Dollarkäufe einzelner Banken bei der Nationalbank im Umfange von rund 790 Mio. Franken. Der ursprüngliche Abschöpfungseffekt wurde dadurch nicht vermindert, weil der Abbau der Mindestguthaben durch einen gleich großen Rückgang der Notenbankgeldmenge kompensiert wurde, der sich aus den Dollarkäufen bei der Notenbank ergab. Die Mindestguthaben auf dem Zuwachs der inländischen und ausländischen Verbindlichkeiten haben zusammen die Bankenliquidität bisher um rund 2,5 Mrd. Franken vermindert. Im Verein mit den Dollarkonversionen aus bewilligungspflichtigen Kapitalexporten und dem weiteren Anstieg des Notenumlaufes dürfte dies die Bankenliquidität bis Mitte des Jahres erheblich verkürzen. Diese Maßnahmen tragen jedoch lediglich dazu bei, zusätzliche Auftriebsimpulse von der monetären Seite zu vermindern. Sie reichen allein keineswegs aus, um einen neuen Konjunkturaufschwung wirksam eindämmen zu können.

Der erwähnte Liquiditätsüberhang und sein Abbau spiegeln sich in der Entwicklung der Giroguthaben der Wirtschaft bei der Nationalbank. Zur Hauptsache handelt es sich dabei um Guthaben der Banken. Anfang August 1971 hatten sich die Giroguthaben noch auf rund 4 Mrd. Franken belaufen. Mitte August waren sie auf gegen 13 Mrd. Franken geklettert. Von diesem Betrag wurden für kurze Zeit 5,6 Mrd. Franken stillgelegt. Seit der ersten Einzahlung der außerordentlichen Mindestguthaben bewegten sich die Giroguthaben bis Ende April 1972 zwischen 10–11 Milliarden Franken. Zu diesem Zeitpunkt gingen sie vor allem als Folge der neuen Mindestguthabenregelung auf 7,6 Mrd. und Ende Mai auf 5,9 Mrd. Franken zurück. Es liegt auf der Hand, daß angesichts der außerordentlich hohen Flüssigkeit der Banken der Notenbankkredit nur in minimalen Beträgen beansprucht wurde. Devisen-Swaps zur Ultimofinanzierung wurden weder über das Jahresende noch über den ersten Quartalsultimo mit der Nationalbank getätigt. Auch nach der Einzahlung der Mindestguthaben waren die vorhandenen Kassenbestände der Banken noch so groß, daß sie den Notenbankkredit Ende April und Ende Mai nicht in nennenswertem Masse heranziehen mußten.

Die Ausweitung der Bankbilanzen hat sich im ersten Quartal des laufenden Jahres etwas verlangsamt (+3,8%,



verglichen mit +5,8% im ersten Quartal 1971 und +5,1% im vorangegangenen vierten Quartal 1971). Dies trifft auf der Aktivseite insbesondere auch für die Ausweitung des Kreditvolumens (Debitoren) zu. Allerdings zeigen die separaten Erhebungen über die Entwicklung der im Inland verwendeten Kredite in den ersten drei Monaten einen stetigen Anstieg, der mit Zuwachsraten zwischen 7,5–8% gegenüber dem jeweiligen Vorjahresmonat eher etwas höher war als im Vorjahr. Auf der Passivseite haben sich die Kreditoren auf Zeit in außerordentlichem Masse zurückgebildet, während die Spareinlagen und Kassenobligationen einen rund doppelt so starken Zuwachs wie im gleichen Zeitraum des Vorjahres aufwiesen. Eine auffällige Verschiebung ist sowohl auf der Aktiv- als auch auf der Passivseite bei den Treuhandkonten zu verzeichnen. Sie haben zum Teil als Folge der geänderten Verbuchungsweise stark abgenommen. Die in absoluten Beträgen bei weitem stärkste Ausweitung ist wiederum bei den Bankendebitoren (mehr als 100% des Zuwachses der Bilanzsumme) auf der Aktivseite und bei den Bankenkreditoren auf der Passivseite (rund 70% der Zunahme der Bilanzsumme) festzustellen, ein Zeichen, daß die Auslandverflechtung unserer Banken in den vergangenen Monaten weiterhin kräftig zugenommen hat.

Die ausführlichen Meldungen, welche die Banken auf Grund der Vereinbarung über die außerordentlichen Mindestguthaben und die Verzinsung der ausländischen Gelder einreichen, ermöglichen ein umfassenderes Bild des Ausmasses der internationalen Verflechtung der schweizerischen Banken, als dies früher möglich war. Da darin nun auch alle Treuhandgeschäfte mit dem Ausland erfaßt werden, während sie früher nur zum Teil in den Bilanzzahlen enthalten waren, lassen sich die Angaben mit den früheren nicht mehr vergleichen. Ende Dezember erreichten die Auslandguthaben 94,9 Mrd. (davon Treuhandgeschäfte 36,0 Mrd.) und die Auslandverpflichtungen der Banken 82,5 Mrd. Franken (32,7 Mrd.). Diese bewegen sich also in einer Größenordnung, die nahe an den Umfang des schweizerischen Bruttosozialproduktes im vergangenen Jahr (100,8 Mrd. Franken) heranreicht. Die internationale Währungsunsicherheit des vergangenen Jahres hat die Neigung des Auslandes, Gelder in schweizerischer Währung anzulegen, offensichtlich noch erheblich verstärkt. Besorgnis bereitet die auf Grund besonderer Erhebungen hervorgegangene Feststellung, daß dies auch für ausländische Notenbanken und Währungsinstitute zutrifft, daß also der Schweizerfranken nun auch für Reservezwecke in erheblichem Umfang Verwendung

findet. Das Direktorium hat Schritte unternommen, um dieser Entwicklung entgegenzutreten.

Die außerordentliche Mittelfülle bewirkte zu Beginn des Jahres zunächst einen weiteren kräftigen Rückgang der Zinssätze. Die Großbanken senkten die Sätze für Dreimonatsdepots Anfang Februar von 1½% auf ½%. Die Zinssätze für Spareinlagen bei 12 Kantonalbanken gingen im Februar von durchschnittlich 4,25% Ende 1971 auf 4,15%, jene der Kassenobligationen von 5,18% auf 4,70% zurück. Auch bei den Hypothekarsätzen trat ein leichter Rückgang ein. Die durchschnittliche Rendite von 11 eidgenössischen Anleihen fiel von 4,99% Ende 1971 auf 4,60% Ende Februar, jene der kantonalen Obligationen von 5,17% auf 4,77%. Im März und April verminderte sich die Mittelflüssigkeit, und einzelne Zinssätze begannen sich wieder leicht zu befestigen. Kurz vor Mitte April setzten die Großbanken die Sätze für Dreimonatsdepots wieder von ½% auf 1½% hinauf. Die Rendite der Bundesobligationen stieg sukzessive auf 4,77% Ende März, 4,94% Ende April und erreichte Anfang Mai mit 4,99% den höchsten Stand. In ähnlicher Weise befestigte sich auch die Rendite der kantonalen Obligationen.

Die außerordentliche Fülle anlagensuchender Gelder ermöglichte eine starke Steigerung der Mittelaufnahmen am Kapitalmarkt. In den ersten fünf Monaten des laufenden Jahres erreichte die Nettobeanspruchung durch öffentliche Emissionen (Emissionen abzüglich Konversionen und Rückzahlungen) 3 307 Mio. Franken. Das sind 890 Mio. Franken oder 37% mehr als im gleichen Zeitraum des letzten Jahres. Dabei betrug die Nettobeanspruchung durch inländische Obligationen 1 860 Mio. Franken (Vorjahr 1 589 Mio. Franken), durch ausländische Anleihen 1 043 Mio. Franken (Vorjahr 395 Mio. Franken) und durch schweizerische Aktienemissionen 404 Mio. Franken (433 Mio. Franken). Trotz der starken Ausweitung des Emissionsvolumens wurden die zur Auflage gelangenden Anleihen zeitweise außerordentlich stark überzeichnet. Die Mittelabschöpfung durch Mindestguthaben bremste im April diese Entwicklung etwas. Das Ansteigen der Obligationenrenditen dürfte zudem die Erwartung geweckt haben, daß sich die Zinskonditionen für die Anleger verbessern würden, was diese offenbar vorübergehend zu etwas größerer Zurückhaltung veranlaßte. Einige Obligationenanleihen – darunter eine des Bundes im April – wurden nicht mehr voll gezeichnet. In den letzten Wochen konnten die neuen Emissionen indessen, nachdem inzwischen die Ausgabekonditionen leicht angepaßt wurden, wieder durchwegs mühelos plaziert werden.