

An der Sitzung des Bankrates der Schweizerischen Nationalbank vom 22. Juni 1973 hat Dr. E. Stopper, Präsident des Direktoriums, folgenden Bericht erstattet<sup>1)</sup>:

## 1. Teil

In Ergänzung des schriftlichen Berichtes möchte ich mich auf einige Bemerkungen hinsichtlich der Buchgeldmenge, der Notengeldmenge und des Wechselkurses des Frankens gegenüber den andern Währungen beschränken.

Für die Notenbank steht heute unter den Zielen der Wirtschaftspolitik die Inflationsbekämpfung im Vordergrund. Die Inflationsrate ist so groß geworden, daß sie die Marktwirtschaft daran hindert, die ihr zugeordnete Rolle voll zu spielen. Sie höhlt zugleich die bisherige Eigentums- und Gesellschaftsordnung aus. Durch sie werden gegenwärtig jährlich gegen 10 Milliarden Franken Vermögen und Einkommen umverteilt. Brutal ausgedrückt, wird der in Nominalwerten sparende Bevölkerungsteil um diesen Betrag enteignet, und die Schuldner von Nominalwerten werden entsprechend bereichert. Zu den wichtigsten Begünstigten dürften die Hypothekarschuldner und die öffentliche Hand gehören.

Bei einer Inflationsrate von 8% und mehr wird den Inhabern von kantonalen Obligationen etwa 5½% und von Sparheften 4-5% vergütet. Solche Gläubiger erhalten keinen realen Zinsertrag mehr, sondern verlieren noch dazu an Kapitalsubstanz. Wie soll die Achtung vor dem Privateigentum aufrechterhalten bleiben, wenn sich solches Jahr für Jahr wiederholt? Es wäre nicht erstaunlich, wenn das Privateigentum, soweit es Inflationsgewinnen entstammt, in absehbarer Zeit politisch umstritten würde. Daß oft gerade jene Kreise, die ihre Ersparnisse am wenigsten schützen können, besonders kräftig am Inflationsrad drehen, zeigt allerdings, wie gering vorderhand die Einsicht in diese Zusammenhänge ist.

Aus dem bisher Gesagten geht auch hervor, daß der Gläubiger von Nominalwerten Schuldner, die mit seinem Geld Land, Bauten und ähnliche Sachwerte erwerben, subventioniert. Dies begünstigt die Flucht in die Sachwerte und eine generöse Ausgabenpolitik der öffentlichen Hand. Beides trägt zur Inflationsverstärkung bei.

In diesem Zusammenhang darf nicht unerwähnt bleiben, daß gerade als Folge des Mißverhältnisses zwischen Hypothekarzinsen und Inflationsrate auch der Woh-

nungsbau unfreiwillig subventioniert wird. Ein nicht unwesentlicher Teil dieser inflationsbedingten Subventionen schlägt sich allerdings in höheren Land- und Grundstückspreisen sowie höheren Baukosten nieder. Aber sie tragen auch zu einer Mäßigung des Anstieges der Wohnungsmieten bei. Besonders deutlich ist dies bei Bauten, die bereits vor einigen Jahren erstellt worden sind.

Soweit die aus dem Inflationsprozeß stammenden Subventionen sich in niedrigeren Wohnungsmieten ausdrücken, tragen sie dazu bei, die Nachfrage nach mehr Wohnraum pro Person zu verstärken. Dies ist wohl mit ein Grund, warum das rekordhafte Wachstum des Angebotes an Wohnraum immer noch nicht genügt, um die Nachfrage zu befriedigen. Aus der großen Zahl von Neubauten und der damit verbundenen Verlagerung der Bevölkerung entsteht selbst bei geringer Zunahme der Gesamtbevölkerung zudem ein überproportional zunehmender Bedarf an Infrastruktur.

Nehmen wir zu Illustrationszwecken an, die Zinssätze für erste Hypotheken und öffentliche Anleihen stiegen bei einer Inflationsrate von über 8% innerhalb eines Jahres von 5½% auf 10%, ein Zinsniveau, das heute in der Bundesrepublik Deutschland bei einer um etwa 1% niedrigeren Inflationsrate bereits weitgehend erreicht ist. Zweifellos würden bei uns die Wohnungsmieten steiler in die Höhe steigen. Es wäre fraglich, ob ein diesem Mietpreisanstieg entsprechender Lohnanstieg wirtschaftlich voll verkraftet werden könnte. Selbst wenn dies in einer ersten Runde noch der Fall wäre, würden durch die Verstärkung der Preis/Lohn-Spirale sehr bald echte Beschäftigungsschwierigkeiten auftreten. Es darf wohl als sicher angenommen werden, daß unter solchen Verhältnissen die Nachfrage nach Wohnraum zurückginge. Alsdann würde auch die Nachfrage nach öffentlicher Infrastruktur mäßiger. In der Zwischenzeit müßte jedoch ein explosionsartiger Anstieg von Zinssätzen und Mietpreisen in Kauf genommen werden. Es ist nicht ausgeschlossen, daß das, was heute noch als theoretisches Beispiel aufgeführt wird, in absehbarer Zeit zur Wirklichkeit werden könnte.

Das Ausbleiben einer realen Verzinsung und die Verluste an Kapitalsubstanz auf in Nominalwerten angelegten Ersparnissen führen dazu, daß die öffentliche Hand immer mehr für die soziale Sicherheit einschließlich der Altersfürsorge der großen Masse der Bevölkerung aufkommen muß. Die dadurch geförderte Tendenz zu Defiziten der öffentlichen Hand sowie der entstehende Wandel in der Spargesinnung helfen mit, die Inflation noch mehr zu beschleunigen.

Ein nicht unwesentlicher Teil jener wirtschaftlichen Probleme, die heute fast unlösbar erscheinen, ist auf die wachsende Inflationsrate zurückzuführen. Im Zentrum

<sup>1)</sup> 1. Teil: Mündliche Ausführungen;  
2. Teil: Schriftlicher Bericht.

unserer Bemühungen muß daher der Kampf gegen die Inflation stehen. Nur wenn wir recht bald diesbezüglich Erfolge aufzuweisen haben, werden viele Probleme lösbar. Nicht zuletzt könnte dann auch ein starker Anstieg der Zinssätze mit seinen Folgen für die Inflationsrate vermieden werden.

Eine erfolgreiche Inflationsbekämpfung ist allerdings bei der heute in den meisten Industrieländern (eingeschlossen die Schweiz) herrschenden Mentalität recht schwierig. Die Inflationsursachen sind mannigfaltig und zunehmend universell. Sie verlaufen in den einzelnen Ländern in vermehrtem Maße parallel als früher, so daß es kaum mehr Länder gibt, die eine Bremswirkung auszuüben vermögen.

Die seit Jahren von den verschiedensten Seiten propagierte sogenannte «außenwirtschaftliche Absicherung» durch flottierende Wechselkurse ist durch Vertrauenskrisen verwirklicht worden. Der Schweizer Franken ist, abgesehen von einer Sonderbewegung der D-Mark, in den letzten Tagen stärker aufwärts gefloatet als irgendeine andere Währung. Von der inflationsdämpfenden Wirkung dieser Wechselkursausweitung war bisher nichts wirklich Greifbares zu konstatieren. Solange eine womöglich maximale Vollbeschäftigung angestrebt wird, und sich die Mentalität aller am Wirtschaften und an der Politik Beteiligten nicht ändert, wird uns diese außenwirtschaftliche Absicherung, mindestens auf kürzere Frist gesehen, in bezug auf den Abbau der Preishausse nur sehr beschränkt helfen. Die Verbilligung der Importe ist sowohl wegen ihrer Provenienzen als auch wegen des Bestehens eines Nachfrageüberhanges gering. Die Wirkung bei der Ausfuhr ist schwer abzuschätzen. Unter den heutigen Verhältnissen dürfte sie mehr bei einer Gewinnschmälerung als bei einer Verminderung des Exportvolumens liegen. Bei einer ansteigenden Konjunktur, wie wir sie heute wieder vor uns haben, muß sogar damit gerechnet werden, daß die währungsstarken Länder in der Lage sind, die aufwertungsbedingten «Preiserhöhungen» durch die sogenannte außenwirtschaftliche Absicherung weitgehend auf das Ausland abzuwälzen und sich gegenseitig den Ball der Preishausse zuzuspielen. Die durch das Aufwärtsfloaten der Lieferantenländer für die Abnehmerländer verteuerten Produkte werden im Zeichen des internationalen Nachfrageüberhanges mehr als normalerweise erwartet werden konnte, akzeptiert. Die angestrebte außenwirtschaftliche Absicherung verliert daher weitgehend die ihr zugeordnete Wirkung.

Das Risiko ist beträchtlich, daß durch ein konjunkturpolitisch gesteuertes Aufwärtsfloaten zusätzliche Inflationsimpulse auf die Abnehmer- und Konkurrenzländer ausgestrahlt werden. Dies ist besonders dann von Bedeutung, wenn sie von Ländern mit großem Außenhandel ausgehen. Wenn sich aber im Ausland die Inflationen verstärken, machen sie bei Bestehen eines internationalen Nachfrageüberhanges auch nicht halt vor den Grenzen des Landes mit gesteuertem Aufwärtsfloaten. Die außenwirtschaftliche Absicherung durch ein Aufwärtsfloaten erscheint nur dann sinn- und wirkungsvoll, wenn es eine Konsolidierung eines bereits erreichten

überdurchschnittlichen Fallens der Inflationsrate im Inland bedeutet.

Der Kurs des Schweizer Frankens wurde seit anfangs Mai 1971 in ungeahntem Ausmaße in die Höhe getrieben.

Am 13. Juni 1973 betrug die de facto-Aufwertung des Frankens gegenüber

dem USA-Dollar	39,6%
dem kanadischen Dollar	38,2%
der Lira	35,7%
dem englischen Pfund	31,0%
dem französischen Franken	9,0%
dem österreichischen Schilling	3,9%
dem japanischen Yen	3,4%
der D-Mark	0,4%

Dieses Aufwärtsfloaten hat bisher das Ansteigen der Preise und Löhne nicht in spektakulärem Maße zu reduzieren vermocht.

Die Anstrengungen zur Inflationsbekämpfung in der Schweiz in engeren Grenzen müssen in erster Linie inlandsorientiert sein, denn das dem Außensektor Machbare wird durch das Aufwärtsfloaten besorgt.

Hier steht neben der Dämpfung der privaten Investitions- und Konsumnachfrage, neben der Mäßigung der Preis- und Lohnerhöhungsbegehren vor allem auch eine Mäßigung der öffentlichen Ausgaben und ein massiver Abbau der in den letzten Jahren entstandenen Defizite der öffentlichen Haushalte im Vordergrund.

Im Rahmen eines Zusammenspiels sinnvoller Maßnahmen fällt der Nationalbank die Aufgabe zu, zu verhindern, daß die immer noch überreichlich vorhandene Geldmenge nicht noch weiter anwächst.

Im zweiten Semester 1971 hat sich die Buchgeldmenge, gemessen an den Sicht- und Zeitguthaben der übrigen Wirtschaft bei den Banken, um rund 30%, also geradezu explosiv vermehrt. Es standen uns damals keine adäquaten Mittel zur Bremsung zur Verfügung. Seither ist das Geldkleid, insbesondere in Buchgeldform, für die realen Wachstumsmöglichkeiten unserer Wirtschaft zu weit und gewährt daher den inflatorischen Kräften nach wie vor einen zu großen Spielraum.

Ein wesentlicher Teil der Geldausweitung von 1971 stammt aus Repatriierungen. Diese Geldquelle fließt unter dem Regime des Floatens im Vergleich zu früher nur noch spärlich. Die zusätzliche Geldschöpfung entstammt seither vor allem der Expansion des Kreditvolumens der Banken.

Im vierten Quartal 1972 und im ersten Quartal 1973 war diese Expansion kräftig. Verglichen mit dem jeweiligen Monat des Vorjahres hat sich der Kreditzuwachs wie folgt verstärkt:

Im Oktober 1972 von 6,6 % auf 10,3 %, also um über 50 %  
Im November von 6,4 % auf 11,3 %, also um über 70 %  
Im Dezember von 7,2 % auf 11,1 %, also um über 50 %

Im Januar und Februar 1973 erhöhte sich der Zuwachs gegenüber jenem des Vorjahres um mehr als 40 % und im März 1973 um mehr als 30 %, was auf eine gewisse Wirksamkeit der getroffenen Restriktionen hinweist. Im April waren es allerdings nur noch 20 %.

Die stärkere Kreditausweitung ist die Konsequenz großer Kreditzusagen im Laufe des Jahres 1972. Wie stark damals im Hinblick auf die per 31. Juli ausgelaufenen Vereinbarungen, die große Nachfrage und den Wettbewerbsdruck übermarcht worden ist, zeigen folgende Zahlen:

Es wurden an Baukrediten zugesagt:

im Hochkonjunkturjahr 1970	5,03 Mrd Franken
im Hochkonjunkturjahr 1971	7,94 Mrd Franken
im Jahre 1972	13,64 Mrd Franken

Dieses Übermarchen im Jahre 1972 hat zur Einführung einer gesetzlichen Kreditzuwachsbeschränkung, die den Zuwachs ab 1. August 1972 erfaßt, gezwungen. Bei Banken, die allzu stark expandiert hatten, ergaben sich vorerst Schwierigkeiten, neue Kredite zuzusagen. Eine ganze Anzahl von Instituten weist trotz großer Zurückhaltung Überschreitungen der zulässigen Kreditzuwachsquote auf.

Insgesamt gesehen, kamen die Zusagen insbesondere für neue Baukredite nicht zum Stillstand. Im ersten Quartal 1973 bewegten sie sich nominell ungefähr in der Größenordnung der Hochkonjunkturjahre 1969 und 1970, erreichten aber nur noch die Hälfte des Volumens vom ersten Quartal 1972.

Immer noch sehr groß ist insgesamt gesehen der Vorrat an bewilligten, aber noch nicht benützten Baukrediten. Er betrug Ende März 1973 10,65 Mrd Franken verglichen mit Ende Dezember 1972 10,9 Mrd Franken und Ende Dezember 1971 6,7 Mrd Franken.

Ferner muß man in Rechnung stellen, daß viele Anzeichen darauf hindeuten, daß die Finanzierung von privaten und öffentlichen Bauten außerhalb der bankmäßigen Finanzierung zugenommen hat.

Das noch vorhandene Übermaß des Volumens an Buchgeld zwingt uns, die zusätzliche Geldschöpfung auch weiterhin möglichst gering zu halten.

Es ist geplant, für die Periode vom 1. August 1973 bis 31. Juli 1974 wiederum eine Kreditzuwachsquote von 6 % auf dem Kreditstand per 31. Juli 1972 zu eröffnen. Das für diese Periode geschätzte reale Wachstum des Brutto-sozialproduktes beträgt ungefähr 4 %. Die 6 % bedeuten ein Kreditvolumen von rund 6,5 Milliarden Franken.

Zusätzlich dazu wird ein zentral verwaltetes Härtekontingent von ungefähr einer halben Milliarde Franken vorgesehen, mit dem besondere Härten der Auswirkungen der Kreditzuwachsbeschränkung auf dem Gebiete des Wohnungsbaus und der besonders dringlichen Infrastruktur gemildert werden sollen. Dabei könnten bis zu einem gewissen Grade auch regionale Gesichtspunkte berücksichtigt werden.

Das Kontingent soll auf Antrag einer vom Bund ernannten Kommission von uns freigegeben werden.

Dabei wird man darauf achten müssen, daß die Banken, denen für solche Projekte Sonderbewilligungen erteilt werden, ebenfalls einen gewissen Anteil zu Lasten ihrer eigenen normalen Quote finanzieren.

Wir steuern damit in einen an sich wenig sympathischen punktuellen Kreditdirigismus hinein, der nur so lange einigermaßen verantwortet werden kann, als er im Verhältnis zur Normalquote bescheiden bleibt und sich auf besonders dringliche Härtefälle beschränkt.

Das Total der ab 1. August 1973 zur Verfügung stehenden neuen jährlichen Zuwachsraten wird also rund 7 Milliarden Franken betragen. Es wird voraussichtlich mit Überziehungen der alten Quote im Gesamtbetrag von 1 bis 1,5 Milliarden Franken vorbelastet sein.

Der Spielraum für Kreditzusagen ab 1. August 1973 dürfte aber etwas weniger als bisher durch die Geschehnisse im Jahre 1972 beengt sein, da durch die inzwischen von den Banken geübte Zurückhaltung die Vorbelastung aus den Kreditzusagen und Kreditbenutzungen aus dem Jahre 1972 sich vermindert haben sollte.

Es ist zudem beabsichtigt, vorderhand das gegenwärtige Volumen für öffentliche inländische Anleihen von rund 850 Millionen Franken pro Quartal weiterzuführen.

Die starke Kreditausweitung bis Ende 1972 und deren Einbezug ab 1. August 1972 in die neue Kreditzuwachsbeschränkung hat bei einer Reihe von Banken zu Überschreitungen in der Kreditzuwachsrate geführt. Diese Banken müssen gemäß Bundesbeschluß den überschreitenden Betrag bei der Nationalbank deponieren. Diese Sanktion wird dem Markt Notenbankgeld entziehen. Um nicht eine übermäßige Verknappung zu verursachen, haben wir uns vorerst mit der Einforderung von einem Drittel der Überschreitung der Jahresquote per 30. April begnügt. Wir haben uns vorbehalten, auf der Überschreitung per 30. Juni zwei Drittel einzufordern. Der Gesetzestext sieht vor, daß auf der Überschreitung per 31. Juli der volle Betrag eingefordert wird. Der Mittelentzug der ersten Etappe erreicht 500 Millionen Franken. Gesamthaft gesehen, erscheint uns diese Schmälerung des Volumens an Notenbankgeld tragbar. Kritisch dagegen kann die Situation bei Volleinforderung der Überschreitung per 31. Juli 1973 werden. Alsdann ist zu prüfen, auf welche Weise dem Geldmarkt eine angemessene Liquiditätshilfe seitens der Notenbank zu gewähren ist.

Ein besonderes Problem ergibt sich daraus, daß die inländische Wirtschaft bei den Banken über mehr flüssige Mittel verfügt, als von den Banken gemäß Kreditzuwachsquote verwendet werden können. Man muß sich dabei bewußt sein, daß dieses Übermaß an bei den Banken deponierten Mitteln kaum aus laufenden Ersparnissen im üblichen Sinne, das heißt aus einem Verzicht auf Konsum stammen, der in der Gegenwart Kapazität für nichtkonsumtive Zwecke freilegt.

Ein Teil der als «Ersparnisse» auftretenden Gelder hat seinen Ursprung in Repatriierungen, das heißt in früheren Ersparnissen, die in der Gegenwart keine Produktionskapazität mehr freilegen.

Ein anderer Teil ist ein Nebenprodukt der Inflation. Es entsteht beispielsweise dann, wenn die Löhne weit stärker zunehmen als die Produktion, und ein Teil des Mehrlohnes gespart wird. Dieser «Mehrlohn» sollte zur Inflationsmilderung voll sterilisiert werden können. Sobald er für die Finanzierung von Investitionen oder den Konsum verwendet wird, trägt er zur Inflationsverstärkung bei. Durch die Kreditzuwachsbeschränkung werden also insgesamt gesehen kaum echte Ersparnisse im klassischen volkswirtschaftlichen Sinne stillgelegt.

Durch die Kreditzuwachsbeschränkung sowie durch die Mindestguthaben wird versucht, volkswirtschaftlich gesehen unechte Ersparnisse für die Kreditexpansion der Banken wenigstens teilweise unverwendbar zu machen. Damit allein sind allerdings die Probleme noch nicht gelöst. Nicht befriedigten Kreditnachfragern stehen Bankgläubiger gegenüber, die angesichts der hohen Inflationsrate eine höhere Verzinsung wünschen, als sie ihnen die Banken offerieren. Diese Konstellation hat in unserem Lande einen Geldmarkt außerhalb der Banken entstehen lassen. Besitzer liquider Bankguthaben leihen diese zu relativ hohen Zinssätzen an solide Schuldner aus. Dabei dürften die öffentlichen Hände im Vordergrund stehen, die auf Gemeinde-Ebene in der Lage sind, auch relativ kleine Einzelbeträge an sich zu ziehen. Diese Erscheinung wird als «grauer Markt» bezeichnet. Er vermindert die Wirkung der Kreditzuwachs- und Emissionsvolumenbeschränkung.

Da der «graue Markt» immer noch im Wachsen zu sein scheint, prüfen wir eingehend die Frage, wie ihm beizukommen ist.

Es kann wohl kein Zweifel darüber bestehen, daß die Bedeutung des grauen Marktes und zugleich auch das Geldvolumen nur dadurch verringert werden können, daß ein Teil der Disponibilitäten der Nichtbanken abgeschöpft und sterilisiert wird. Das wichtigste Mittel hierzu wäre die Plazierung von Sterilisierungsanleihen und Sterilisierungsreskriptionen bei den Nichtbanken.

Man muß sich allerdings bewußt sein, daß durch solche Operationen nicht nur die Buchgelddisponibilitäten der Nichtbanken reduziert werden, sondern auch das Notenbankgeldvolumen der Banken. Dies ist deshalb der

Fall, weil die Banken die Überweisungsaufträge der Nichtbanken nur in Notenbankgeld ausführen können. Unter dem Regime des Floatens wird sich das den Banken zur Verfügung stehende Notenbankgeldvolumen ohnehin verknappen, da ihre Banknotenbezüge zur Finanzierung des wachsenden Bargeldverkehrs zu Lasten ihres Girokontos gehen. Sinken ihre Guthaben bei der Notenbank unter den zur Sicherung der Barzahlungsbereitschaft notwendigen Stand, so werden die einzelnen Banken versuchen, durch ein gegenseitiges «Sichabjagen» von Einlagen und Verkäufe von Dollars mehr Notenbankgeld zu erhalten. Die Zinssätze gehen in die Höhe und der Dollarkurs in die Tiefe, ohne daß aber dadurch die Notenbankgeldmenge insgesamt zunähme. Die Notenbank muß daher sowohl auf die Liquidität der Nichtbanken in Form von Bankguthaben wie auch auf die Liquidität der Banken in Notenbankgeld achten. Wenn sie Gelder von Nichtbanken an sich zieht, muß sie darüber wachen, daß der damit verbundene Einzug von Notenbankgeld nicht über das von ihr verfolgte Ziel hinausschießt. Sie muß also unter Umständen den Banken einen Teil des eingesammelten Notenbankgeldes auf den hierzu zur Verfügung stehenden Wegen wieder zukommen lassen.

Die erwähnten Abschöpfungsoperationen würden der Tendenz nach zinssteigernd wirken.

Ein steigendes Zinsniveau ist wohl kaum vermeidbar, wenn es nicht bald gelingt, die Inflationsrate zu senken.

Mit dieser Aussage steht unser vorsichtiges Vorgehen bei der Erhöhung der Kassenobligationensätze nicht im Widerspruch. Wir haben dem Ersuchen gewisser Banken um eine generelle Erhöhung um  $\frac{1}{4}\%$  vorderhand nicht entsprochen.

Dagegen wurde für die kurzfristigen Kassenobligationen mit einer Laufzeit von 3 bis 4 Jahren der Zinsfuß um  $\frac{1}{4}\%$  gehoben. Über die Verzinsung der Kassenobligationen mit andern Laufzeiten wird man voraussichtlich im Herbst wieder sprechen müssen. Der jetzige Entscheid hängt damit zusammen, daß wir nicht die Verantwortung dafür tragen wollten, die Inflationsrate von der Mietzinsseite her erhöht zu haben, bevor sich die von Bern für die nächsten Monate prognostizierte sinkende Tendenz zeigt. Insbesondere ist aber zu betonen, daß unter den Banken selbst die Opportunität einer Zinssatzerhöhung auf Kassenobligationen vorderhand sehr umstritten ist.

Die Weiterführung der restriktiven Kreditpolitik hat uns bereits schon von mehreren Seiten die Warnung eingetragen, wir könnten damit die Annahme des Kreditbeschlusses anläßlich der Volksabstimmung im Dezember gefährden.

Das Risiko einer Ablehnung ist schwer abzuschätzen. Solche Überlegungen rechtfertigen es unseres Erachtens nicht, deswegen nicht das zu tun, was zu tun ist.

Seit dem Floaten sind wir auch im Falle einer Ablehnung des Kreditbeschlusses nicht mehr wehrlos. Man

würde uns aber auf die Bahn der Deutschen Bundesbank drängen und uns ebenfalls zu einer starken Verknappung von Notenbankgeld zur Bekämpfung der Inflation zwingen. Auf absehbare Zeit würden wir kein neues Notenbankgeld mehr kreieren. Dies müßte zu einer starken Zinshausse führen und würde unter Umständen auch auf den Dollarkurs drücken. Ein Ablehnen des Kreditbeschlusses könnte also gerade für die Schuldner recht unangenehme Folgen haben.

Nun zur Frage der Kurspflege:

Solange international die Konjunktur auf hohen Touren läuft, sehen wir uns nicht veranlaßt, direkt in den De-

visenmarkt einzugreifen und den Frankenkurs künstlich herabzudrücken. Ein gegenteiliges Verhalten hätte zudem recht wenig Aussicht auf Erfolg und würde uns vom Ziele einer besseren Geldvolumenkontrolle wegführen.

Am Schlusse möchte ich einmal mehr betonen, daß die Anstrengungen zur Inflationsbekämpfung außerhalb des monetären Bereichs ungenügend sind. Alle jene, die über die restriktive Geldpolitik klagen, sollten für eine umfassendere Inflationspolitik kämpfen. Dies nicht nur, weil dadurch die Erfolgsaussichten für die Inflationsbekämpfung steigen, sondern auch, weil alsdann die Geldpolitik entlastet wird und weniger restriktiv sein muß.

## 2. Teil

### Die weltwirtschaftlichen Entwicklungstendenzen

Die konjunkturellen Auftriebstendenzen haben sich in den ersten Monaten des laufenden Jahres in nahezu allen Industrieländern von Bedeutung verstärkt. Die erneuten ernsthaften Störungen, welche die internationalen Währungsbeziehungen zu Beginn dieses Jahres erschütterten und die ganz erhebliche zusätzliche Wechselkursveränderungen zur Folge hatten, haben die Schwungkraft dieser Expansion bisher nicht spürbar beeinträchtigt. Die von den Regierungen verschiedener Länder vor einiger Zeit zur Überwindung von Arbeitslosigkeit und Rezession bewußt eingeleitete Nachfragesteigerung beginnt da und dort bereits an die Grenzen der vorhandenen Kapazitäten anzustoßen. Der Preisauftrieb hat sich weltweit beschleunigt. Er hat in den vergangenen Monaten insbesondere auch die Vereinigten Staaten erfaßt, wo er im letzten Jahr mit einigem Erfolg hatte eingedämmt werden können. Der Konjunkturaufschwung, der sich erstmals seit den frühen fünfziger Jahren gleichzeitig auf alle wirtschaftlich wichtigen Länder sowie auch auf die meisten Rohwarenmärkte erstreckt, droht die bereits bestehende starke Inflations-tendenz zusätzlich anzuheizen.

Das Sekretariat der OECD schätzt das angesichts dieser Entwicklung zu erwartende Wachstum des realen Bruttosozialproduktes in den 23 dieser Organisation angehörenden Ländern für die erste Hälfte 1973 auf nahezu 7% p.a. Bereits im vergangenen Jahr hatte das reale Bruttosozialprodukt in diesem Bereich mit einer Zuwachsrate von 5,7% stärker zugenommen als je in irgendeinem anderen Jahr seit 1955 (1971: 3,4%). Der in allen wirtschaftlich wichtigen Ländern parallel verlaufende Konjunkturaufschwung dürfte seinen Niederschlag sodann auch in einer rekordhaften Steigerung des zwischenstaatlichen Güterausstausches finden. Das OECD-Sekretariat rechnet für 1973 mit einer Steigerung der Importmengen um 13% (10%) und einer Zunahme der Einfuhrwerte (ausgedrückt in Sonderziehungsrechten) um 18% (12%).

Die beschleunigte Expansion, die zunächst vor allem den privaten Konsum, die Wohnbautätigkeit und die Aufwendungen des öffentlichen Sektors erfaßt hatte, dehnte sich in den vergangenen Monaten immer mehr auch auf die Investitionstätigkeit der Unternehmungen aus. In einigen für die Weltwirtschaft bedeutsamen Ländern, so namentlich in den USA, in Großbritannien und Japan, wurden die vorhandenen Kapazitätsreserven durch das rasche Wachstum der Nachfrage bereits in erheblichem Maße ausgeschöpft. Die Zahl der Arbeitslosen ging teilweise kräftig zurück. In Europa nähern sich einzelne Länder bereits wieder einer akuten Überbeschäftigung.

Das Ausmaß, das die Preissteigerung in letzter Zeit weltweit annahm, stellt zweifellos eines der zentralen Probleme der Wirtschaftspolitik aller Industrieländer

ohne Ausnahme dar. In Europa und Japan bewegte sich die Teuerung, gemessen an den Lebenshaltungskosten, in den letzten Monaten auf einer Jahresrate von zwischen 7 und 10%. Die Vereinigten Staaten, denen es im vergangenen Jahr gelungen war, die Preissteigerung mit rund 3,5% auf etwa die Hälfte derjenigen ihrer wichtigsten Konkurrenten zu begrenzen, haben in den letzten Monaten den Preisauftrieb der übrigen Länder bereits weitgehend aufgeholt.

Die rasch ansteigende Teuerung in Amerika wie auch in einigen anderen Ländern war vor allem durch einen außergewöhnlichen Anstieg der Preise für landwirtschaftliche Nahrungsmittel bedingt. Die schlechten Ernteergebnisse des Jahres 1972 in weiten Teilen der Erde bewirkten eine zum Teil spektakuläre Hausse der Preise für Nahrungsmittel. Diese Entwicklung fiel zusammen mit einer starken Tendenz, Lager in landwirtschaftlichen Rohwaren wie Wolle, aber auch in andern wichtigen Rohstoffen, die in den meisten Industrieländern während der vergangenen Jahre auf ein Minimum abgebaut worden waren, wieder aufzufüllen. Dieser zyklische Lageraufbau wurde, wie dies in solchen Entwicklungsphasen regelmäßig der Fall ist, durch spekulative Bewegungen teilweise noch erheblich verstärkt. Der resultierende Preisauftrieb schlug sich bei den Nahrungsmitteln bereits im Index der Konsumentenpreise nieder. Zum Teil – beispielsweise bei Fleisch oder Textilien – dürften die Auswirkungen auf die Detailpreise erst noch bevorstehen. Die Hausse zahlreicher Welthandelspreise überlagert und verstärkt jedenfalls die bereits bestehenden internen Preisauftriebstendenzen. Von den von verschiedenen Ländern in der letzten Zeit getroffenen Maßnahmen zur Eindämmung der Teuerung können wegen dieser internationalen Steigerung wichtiger Nahrungsmittel- und Rohwarenpreise, die noch durch eine weitere Verteuerung des Erdöls ergänzt wurde, wohl nicht so rasch sichtbare Erfolge erhofft werden, wie dies wünschbar wäre. In den Ländern, in denen die Wechselkursentwicklung der letzten Monate zu einer Abwertung der Währungen geführt hat, dürfte der Preisauftrieb auch von dieser Seite her noch während einiger Zeit verstärkt werden. Die Tatsache, daß die Wechselkursanpassungen in eine Phase weltweiter Nachfrageexpansion fallen, scheint es den aufwertenden Ländern zu erleichtern, die entstehenden Kursdifferenzen mindestens teilweise auf die Preise ihrer Exporte zu überwälzen. Bei der weitgehend parallel verlaufenden konjunkturellen Entwicklung in allen Ländern von wirtschaftlicher Bedeutung verstärken sich die Auftriebskräfte in den einzelnen Volkswirtschaften gegenseitig. Zugleich entfällt damit in hohem Maße auch der internationale Wettbewerb als Bremsmechanismus gegen inflatorische Preissteigerungen.

Diese Entwicklung wird von der Öffentlichkeit mit wachsendem Unbehagen registriert. Sie verstärkt das Streben nach Absicherung gegen die Geldentwertung und mindert die Bereitschaft zum Sparen, wie die rückläufigen Sparquoten in Ländern wie der Bundesrepublik Deutschland erkennen lassen. Zugleich ist eine zunehmende Unsicherheit in Kreisen der Wirtschaft über den weiteren

Gang der Dinge zu verspüren. Die trotz steigender Auftragseingänge und Unternehmensgewinne stark rückläufigen Börsenkurse in den Vereinigten Staaten sind ein deutliches Indiz hierfür.

Bei der Breite und Intensität, die der Boom international erreicht hat, drängen sich kraftvolle, aufeinander abgestimmte Konjunkturdämpfungsmaßnahmen in den wichtigsten Industrieländern auf. Bisher beschränkten sich Länder wie etwa die Vereinigten Staaten und Japan noch weitgehend darauf, ihre Maßnahmen zur Belebung der Wirtschaftstätigkeit und Verminderung der Arbeitslosigkeit allmählich abzubauen und vorerst nur im monetären Bereich auf eine gewisse Verlangsamung der Entwicklung hinzuwirken. Auch in Frankreich wurde die Geld- und Kreditpolitik in letzter Zeit restriktiver. Ein umfassenderes Konjunkturdämpfungsprogramm, das neben monetären Maßnahmen auch solche finanzpolitischer Art vorsieht, hat bisher lediglich die Bundesrepublik Deutschland vorbereitet. In Italien und Großbritannien ist die Wirtschaftspolitik mit Rücksicht auf die besonderen Verhältnisse vorderhand noch vorwiegend expansiv orientiert. Es dürfte schwerhalten, den Kosten- und Preisauftrieb weiterhin vornehmlich durch Maßnahmen direkter Beeinflussung der Einkommens- und Preisentwicklung zu bremsen, wenn nicht zugleich der Nachfrageexpansion allgemein energischer und wirksamer entgegengetreten wird. Die bisher hauptsächlich kosteninduzierte Inflation wird immer mehr von einem nachfragebedingten Preisauftrieb überlagert.

Zur Entwicklung in einigen der wirtschaftlich bedeutenderen Länder im einzelnen läßt sich folgendes feststellen:

Der vor Jahresfrist einsetzende Konjunkturaufschwung in den *Vereinigten Staaten* setzte sich fort und dehnte sich auf die ganze Wirtschaft aus. Der Grad der Kapazitätsauslastung in der Industrie stieg kräftig an. Die Arbeitslosigkeit ging deutlich zurück und dürfte nicht weit von ihrem Stand bei voller Beschäftigung entfernt sein. Nach einer raschen Ausweitung der privaten Konsumnachfrage – insbesondere die Käufe dauerhafter Konsumgüter, wie Autos, nahmen stark zu – sind nun auch die Investitionen der privaten Unternehmungen deutlich im Steigen begriffen. Die Unternehmensgewinne wiesen im ersten Quartal 1973 eine bedeutende Zunahme auf. Die Expansion im Wohnungsbau schwächte sich etwas ab. Die Wohnbautätigkeit hält sich aber weiterhin auf hohem Niveau. Der Preisauftrieb beschleunigte sich in den ersten Monaten des laufenden Jahres. Daran waren in erster Linie die Nahrungsmittelpreise beteiligt. Die enorme Verteuerung des Fleisches veranlaßte die Regierung zunächst, den im Januar aufgehobenen Preisstopp wenigstens wieder für Fleisch im Detailverkauf einzuführen. Die im August 1971 eingeführte Preiskontrolle war Ende Januar mit dem Ablauf der 2. Phase durch eine lockerere Preisüberwachung ersetzt worden. Inzwischen hat der Präsident einen erneuten umfassenden Preisstopp für die Dauer von zwei Monaten verfügt. Die Regierung war bemüht, im Kongreß eine feste Begrenzung der Bundesausgaben durchzusetzen, um die expansive Wirkung

des Staatshaushaltes einzuschränken. Die Währungsbehörden ihrerseits verlangsamten in den letzten Monaten sukzessive das Wachstum der Geld- und Kreditversorgung. Dabei waren sie zugleich bestrebt, Zinserhöhungen, die mit der Preis- und Lohnentwicklung zusammen einer behördlichen Kontrolle unterliegen, einigermmaßen in Grenzen zu halten. Nichtsdestoweniger stieg das Zinsniveau in den vergangenen Monaten merklich an.

Die im vergangenen Jahr von der Regierung *Großbritanniens* eingeleiteten energischen Maßnahmen zur Förderung des wirtschaftlichen Wachstums waren neben stark steigenden staatlichen Aufwendungen von einer kräftigen Zunahme des privaten Konsums gefolgt. Die Investitionen der privaten Unternehmungen dagegen, wie auch die Exporte, erhöhten sich bisher verhältnismäßig wenig. Erst in letzter Zeit zeichnete sich auch in diesen beiden Bereichen eine gewisse Belebung ab. Die Arbeitslosigkeit ging im Verlaufe der letzten Monate stark zurück, während gleichzeitig die Zahl der offenen Stellen ganz erheblich zunahm. Der starke Anstieg der Inlandnachfrage hatte eine kräftige Zunahme der Wareneinfuhr zur Folge.

Der im November 1972 von der Regierung verfügte Lohn- und Preisstopp, der eine merkliche Verlangsamung der Lohn- und Preisentwicklung zur Folge hatte, wurde Anfang April 1973 von einer flexibleren Regelung abgelöst, die vorerst bis zum Herbst dieses Jahres befristet ist. Die Politik der Regierung, die als Ziel das Erreichen einer realen Wachstumsrate von 5% im laufenden Jahr anstrebt, ist nach wie vor auf Expansion ausgerichtet. Die Geld- und Kreditversorgung nahm in den vergangenen Monaten in außerordentlichem Maße zu. Ähnlich wie in den USA dürfte auch in Großbritannien die Expansion der Nachfrage bald einmal die Kapazitätsgrenzen erreichen.

In der *Bundesrepublik Deutschland* setzte sich während der vergangenen Monate ein kräftiger Konjunkturaufschwung durch, der sich immer deutlicher zu einem eigentlichen Boom ausweitete. Trotz der währungspolitischen Unsicherheit und des beträchtlichen Anstiegs des D-Mark-Kurses nahm besonders die Auslandsnachfrage stark zu. Die Nachfrage scheint in der Bundesrepublik in wachsendem Maße an die Leistungsgrenzen der Wirtschaft anzustoßen. Die Lieferfristen sind bereits merklich länger geworden. Als Folge dieser Entwicklung nahm in letzter Zeit auch die Investitionsnachfrage kräftig zu. Am Arbeitsmarkt zeigen sich Zeichen zunehmender Anspannung. Die Zahl der offenen Stellen erhöhte sich sprunghaft, während die Arbeitslosenquote unter 1% fiel.

Im Zeichen der zunehmenden Konjunkturüberhitzung beschleunigte sich der Preisauftrieb. Im April 1973 lag der Index der Konsumentenpreise um 7,5% über dem Vorjahresstand. Die Teuerungsrate hatte im Jahresdurchschnitt 1972 noch 5,8% und 1971 5,2% betragen. Die deutschen Behörden sind darüber beunruhigt, daß trotz kräftig gestiegener Einkommen die Sparkapitalbildung spürbar zurückging, weil sie dies als Zeichen der

wachsenden Inflationsmentalität der Bevölkerung bewerten.

Die Regierung unterbreitete Anfang Mai ein umfangreiches Paket von Maßnahmen zur Eindämmung der Nachfrageexpansion und der inflatorischen Preisentwicklung, welches ein bereits Mitte Februar 1973 vorgelegtes Stabilitätsprogramm ergänzen und verstärken soll. Dieses hatte im wesentlichen in der Begebung einer Staatsanleihe zur Abschöpfung von Mitteln bestanden. Außer der Emission weiterer Stabilitätsanleihen soll ein auf ein Jahr befristeter Zuschlag auf den Einkommenssteuern der oberen Einkommensklassen sowie auf Körperschaftssteuern erhoben werden. Gegen die ansteigende Investitionsneigung richtet sich das geplante Aussetzen von Abschreibungsmöglichkeiten auf den Unternehmensgewinnen. Zur Eindämmung der Ausgaben der öffentlichen Hand wurde eine zeitliche Erstreckung von Gemeinschaftsaufgaben von Bund und Ländern um 10% und eine Kürzung der Nettokreditaufnahme des gesamten öffentlichen Sektors in Aussicht genommen. Die Bundesbank verschärfte ihrerseits sukzessive ihre bereits seit einiger Zeit auf restriktiven Kurs ausgerichtete Geld- und Kreditpolitik weiter durch Heraufsetzen ihres Diskont- und Lombardsatzes sowie der Abgabesätze für Geldmarktpapiere und verstärkte auch die devisenpolitischen Maßnahmen zur Abwehr weiterer Geldzuflüsse aus dem Ausland.

Die Wirtschaft *Frankreichs* wies in den vergangenen Monaten ebenfalls ein beschleunigtes Wachstum auf. Die industrielle Produktion nahm im ersten Quartal 1973 mit einer Jahresrate von rund 8% zu. Die Gesamtnachfrage wuchs rascher als die Kapazität des Produktionsapparates. Die Expansion ging dabei insbesondere vom privaten Konsum und von der Auslandsnachfrage aus. Die Zahl der Arbeitslosen nahm seit dem Herbst 1972 stark ab. Der Preisauftrieb setzte sich unvermindert fort. Dank der vorübergehenden Herabsetzung bzw. Aufhebung der Mehrwertsteuer auf einigen wichtigen Konsumgütern wirkte sich allerdings die Teuerung im Index der Lebenshaltungskosten in den vergangenen Monaten weniger stark aus. Die Regierung begegnete den Auftriebstendenzen im übrigen bisher im wesentlichen durch eine restriktivere Geld- und Kreditpolitik. So wurden insbesondere die Bankkredite einer Zuwachsbegrenzung unterstellt.

Nach einer nahezu drei Jahre dauernden Abschwächung der wirtschaftlichen Aktivität begann sich auch in *Italien* eine Belebung der Konjunktur abzuzeichnen. Neben der Exportnachfrage, die sich schon während der vergangenen Jahre auf einem hohen Niveau bewegt hatte, und die durch die Abwertung der Lira in den letzten Monaten zusätzlich stimuliert wurde, nahm als Folge der außerordentlichen Lohnerhöhungen auch die Konsumnachfrage stark zu. Gleichzeitig damit erhöhten sich die Importe aus dem Ausland. Belebt hat sich sodann der Wohnungsbau, während bei den Investitionsaufwendungen der privaten Unternehmungen vorerst lediglich die rückläufige Entwicklung zum Stillstand kam. Die italienische Wirtschaft verfügt noch über beträchtliche, nicht

voll ausgenützte Kapazitätsreserven, insbesondere am Arbeitsmarkt. Trotzdem zogen die Preise in den vergangenen Monaten scharf an. Der Konsumentenpreisindex lag im Februar um 8,8% über dem Vorjahresstand. Die Politik von Regierung und Notenbank blieb bisher im wesentlichen auf Förderung des Konjunkturaufschwunges gerichtet.

Auch die Wirtschaftsentwicklung der *kleineren Industrieländer Europas* stand durchwegs im Zeichen einer beschleunigten Nachfragesteigerung. Die steigende Exportnachfrage dehnte sich in zunehmendem Maße auch auf die Binnennachfrage aus. Die relativ hohe Arbeitslosigkeit in den Niederlanden vom vergangenen Jahr wurde weitgehend absorbiert. In Belgien und Österreich näherte sich die Wirtschaft einem Zustand akuter Konjunkturüberhitzung und Überbeschäftigung.

In *Kanada* setzte sich die starke wirtschaftliche Expansion der letzten Jahre unvermindert fort. Die Ausdehnung der Nachfrage begann zum Teil die Kapazitätsgrenzen des Produktionsapparates zu übersteigen. Der weiterhin außergewöhnlich starke Zuwachs der Arbeitsbevölkerung hatte indessen zur Folge, daß die Arbeitslosenrate weiterhin relativ hoch blieb. Ähnlich wie in den Vereinigten Staaten verstärkte sich die Teuerung in den vergangenen Monaten erheblich, was ebenfalls vorwiegend durch die scharf steigenden Nahrungsmittelpreise bedingt war. Der Konsumentenpreisindex überstieg im März den Vorjahresstand um etwas über 6%.

Die Bestrebungen der *japanischen* Regierung, die 1971 eingetretene Abschwächung zu überwinden, führten in der zweiten Jahreshälfte 1972 zu einer raschen Belebung der Wirtschaftstätigkeit. In den ersten Monaten dieses Jahres begannen sich erste Zeichen einer Überhitzung zu zeigen. Die Ausfuhr, die auch während der Konjunkturabschwächung auf hohen Touren gelaufen war und Besorgnisse wegen der daraus resultierenden hohen Handelsbilanzüberschüsse erweckt hatte, nahm weiterhin kräftig zu. Dazu kam zunächst eine starke Ausweitung des privaten Konsums. Da sich der Aufschwung im laufenden Jahr immer mehr den Kapazitätsgrenzen näherte, zog auch die Investitionstätigkeit der Industrie stark an. Eine ganz außergewöhnliche Steigerung verzeichneten in den vergangenen Monaten die Lagerinvestitionen der japanischen Wirtschaft. Offiziell gefördert durch besonders günstige Kreditbedingungen für Käufe im Ausland, fand ein eigentlicher Lager-Boom statt, der nicht unmaßgeblich zur außergewöhnlichen Hausse der Rohwarenpreise in den vergangenen Monaten beitrug. Die japanischen Behörden schlugen angesichts der sich abzeichnenden Überhitzungserscheinungen – die Jahreszuwachsrate des Konsumentenpreisindex stieg Anfang 1973 auf 7% – zu Beginn dieses Jahres eine restriktivere Politik ein. Das Hauptgewicht lag dabei auf monetären Maßnahmen. Eine konjunkturdämpfende Wirkung wurde sodann von der seit Anfang Februar eingetretenen zusätzlichen Aufwertung des Yen erwartet.

## Das internationale Währungsgeschehen

Die internationalen Währungsbeziehungen wurden in den ersten Monaten dieses Jahres von einer neuen Krise erschüttert. Hatte sich die Haltung des Dollars an den internationalen Devisenmärkten in der zweiten Jahreshälfte 1972 zusehends gefestigt, so änderte sich dies Ende Januar/Anfang Februar dieses Jahres mit überraschender Heftigkeit.

In der zweiten Hälfte Januar schuf zunächst der Entschluß Italiens, zur Eindämmung der Kapitalflucht ins Ausland einen doppelten Wechselkurs einzuführen, Unruhe an den internationalen Devisenmärkten. Sie löste beträchtliche Kapitalbewegungen aus, die sich vornehmlich nach der Schweiz richteten und hier einen starken Zufluß von Dollars an die Notenbank zur Folge hatten. Die Nationalbank sah sich in Anbetracht des bereits bestehenden Liquiditätsüberhangs und der konjunkturellen Überhitzung gezwungen, den Ankauf von Devisen im Einvernehmen mit dem Bundesrat am 23. Januar vorübergehend einzustellen, in der Erwartung, daß sich die Verhältnisse bald wieder beruhigen würden.

Bevor sich jedoch die erhöhte Nervosität an den Devisenmärkten wieder legen konnte, traten neue Ereignisse ein, welche die Unruhe verstärkten und insbesondere das eben erst wieder erstarkte Vertrauen in den Dollar erneut schwer erschütterten. Die Handels- und Ertragsbilanzergebnisse, welche für 1972 veröffentlicht wurden und die eine ganz erhebliche Verschlechterung der amerikanischen Außenwirtschaftsposition erkennen ließen, übten auf die Öffentlichkeit und die Devisenmärkte einen starken Eindruck aus. Er wurde noch verstärkt durch die gleichzeitig in den Vordergrund tretende Entwicklung der Energieversorgungslage der Vereinigten Staaten, die für die kommenden Jahre einen rasch wachsenden Importbedarf Amerikas an Energieträgern erwarten ließ. Die angekündigte Aufhebung der Lohn- und Preiskontrolle durch die Administration zugunsten eines lockereren Überwachungssystems schien sodann gewisse Befürchtungen auszulösen, daß sich die Teuerung in den USA verstärken würde, wodurch die erforderliche Verbesserung der internationalen Wettbewerbsstellung Amerikas beeinträchtigt werden könnte. Die Unsicherheit wurde schließlich noch zusätzlich durch wiederauftauchende Gerüchte verstärkt, wonach die EG-Länder erwögen, ihre Währungen im Verhältnis zum Dollar gemeinsam «flottieren» zu lassen.

Das Zusammenwirken dieser verschiedenen Faktoren löste eine eigentliche Flucht aus dem Dollar aus. Die Vertrauenskrise gegenüber dem Dollar scheint vor allem amerikanische Kreise erfaßt zu haben. Der überwiegende Teil des Dollarstromes, der im Februar und März den Notenbanken einiger Länder Europas sowie Japans zufloß, stammte aus den Vereinigten Staaten. Nachdem die Mehrzahl der europäischen Länder verstärkte Abwehrmaßnahmen getroffen, bzw. den Wechselkurs freigegeben hatte, richtete sich der Dollarstrom zur Hauptsache nach der Bundesrepublik Deutschland. Angesichts des ungeheuren Ausmaßes, den er annahm,

sahen sich die deutschen Währungsbehörden gezwungen, die Dollarankäufe zur Stützung des Dollarkurses einzustellen und die offiziellen Devisenbörsen zu schließen.

Nach Währungsgesprächen in einem eng begrenzten Teilnehmerkreis gab die amerikanische Regierung am 12. Februar ihren Entschluß bekannt, den Dollar um weitere 10% abzuwerten. Die neue Parität wurde nur noch in Sonderziehungsrechten und nicht mehr direkt in Gold fixiert. Dieser Schritt vermochte jedoch die Devisenmärkte nur für kurze Zeit zu beruhigen. Nachdem die Deutsche Bundesbank zunächst einen Teil der ihr zugeflossenen Dollars wieder an den Markt hatte abgeben können, sah sie sich bereits nach etwas mehr als einer Woche wiederum zu bedeutenden Dollarankäufen gezwungen, um den neuen Interventionskurs zu halten. Binnen kurzem erreichten sie abermals ein derartiges Ausmaß, daß sich die deutschen Behörden veranlaßt sahen, ihre Stützungskäufe und den Devisenhandel an den offiziellen Börsen am 2. März wieder einzustellen. An Währungskonferenzen, die in der ersten Hälfte März im Kreise der um die neuen EG-Mitgliedländer erweiterten «Zehner-Gruppe» sowie in der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft stattfanden, beschlossen sechs der neun Mitgliedstaaten der EG, den Wechselkurs ihrer Währungen unter sich weiterhin im Rahmen der bisherigen Kursmarge von  $\pm 2\frac{1}{2}\%$  stabil, d.h. innerhalb der sogenannten «Schlange», zu halten, ihn jedoch gegenüber dem Dollar und den übrigen Währungen gemeinsam schwanken zu lassen. Die Bundesrepublik nahm diesen Währungen gegenüber zuvor noch eine kleine Aufwertung um 3% vor. Die anderen drei Mitgliedländer der EG – Italien, Großbritannien und Irland – zogen es vor, die Kurse ihrer Währungen weiterhin individuell gegenüber allen anderen Währungen, also auch gegenüber denjenigen ihrer EG-Partner, freizugeben. Dagegen schlossen sich Norwegen und Schweden durch bilaterale Vereinbarungen dem «Blockfloating» der sechs EG-Länder an. Seither beobachten somit die meisten der bedeutenderen Industrieländer einen gegenüber dem US-Dollar und den mit ihm verbunden gebliebenen Währungen flottierenden Wechselkurs.

Der Kurs des Dollars gegenüber den europäischen Währungen pendelte sich nach dem Übergang zum «Blockfloating» auf dem durch die Abwertung bestimmten neuen Niveau ein. Die Verhältnisse an den Devisenmärkten beruhigten sich. Der internationale Zahlungsverkehr schien sich verhältnismäßig rasch den neuen Gegebenheiten anzupassen. Die Wechselkurse blieben im April und in der ersten Hälfte Mai bemerkenswert stabil. Verschiedene vom Markt als ungünstig beurteilte Entwicklungstendenzen in der amerikanischen Wirtschaft, wie die sich zusehends beschleunigende Preissteigerung und der starke Rückgang der Börsenkurse, lösten indessen zusammen mit innenpolitischen Schwierigkeiten in den Vereinigten Staaten Mitte Mai 1973 einen neuerlichen Vertrauenseinbruch gegenüber dem amerikanischen Dollar aus. Gleichzeitig zeichnete sich in der Bundesrepublik Deutschland ein neuer Exportboom ab, der die deutsche Regierung zu umfassenden Stabilitätsmaß-

nahmen veranlaßte. Der Kurs des Dollars ging gegenüber den wichtigsten europäischen Währungen um 3 bis 5% zurück, um später nochmals um rund 1% tiefer zu fallen. Der Vertrauenseinbuße des Dollars stand eine Hausse des Goldpreises an den internationalen Märkten von außergewöhnlichem Ausmaße gegenüber. Der Unzenpreis stieg zeitweise auf über 120 Dollar.

Ließ sich schon die Währungskrise vom Februar/März dieses Jahres in ihrem Ausmaß letztlich nur als eine psychologische Kettenreaktion erklären, die über die tatsächlichen ökonomischen Veränderungen weit hinausreichte, so traf dies in noch ausgeprägterem Maße für die Entwicklung zu, die von der zweiten Maihälfte an einsetzte. Von verschiedenen internationalen Gremien war wiederholt darauf hingewiesen worden, daß sich die amerikanische Handels- und Ertragsbilanz nach der Dollarabwertung nicht sogleich bessern, sondern wegen der ungünstigeren «Terms of Trade» zunächst ein eher noch größeres Defizit aufweisen werde und daß deshalb mit einer sichtbaren positiven Reaktion auf das «Realignment» erst nach zwei bis drei Jahren gerechnet werden könne. Die anhaltenden Währungserschütterungen der letzten Jahre scheinen die Anfälligkeit der Devisenmärkte für heftige psychologische Reaktionen erheblich verstärkt zu haben. Zweifellos hat sodann der Übergang zu größerer Flexibilität mittels flottierender Wechselkurse die Unsicherheit an den Devisenmärkten erhöht, so daß diese in weit stärkerem Maße als früher von Stimmungen, Befürchtungen und Gerüchten beeinflußt werden. Derartige stimmungsbedingte Umschwünge in der Beurteilung der Währungsverhältnisse können aber Wechselkursänderungen zur Folge haben, die wesentlich übers Ziel, einen angemessenen Ausgleich der zwischenstaatlichen Kosten- und Preisverhältnisse zu schaffen, hinausgehen.

Eine nähere Analyse der Zahlungsbilanzentwicklung zeigt, daß im Vergleich zum letzten Jahr keine Verschlechterung der maßgeblichen realen ökonomischen Faktoren eingetreten ist, ja daß im Verlaufe der vergangenen Monate sogar einzelne Bewegungen festzustellen sind, die in Richtung eines besseren internationalen Gleichgewichtes gehen dürften. Dies gilt insbesondere für die Entwicklung der amerikanischen Handels- und Ertragsbilanz. Das Handelsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten erhöhte sich zwar von 2,7 Mrd Dollar im Jahre 1971 auf 6,8 Mrd Dollar im letzten Jahr. Bereits in der 2. Hälfte des Jahres 1972 begannen sich jedoch erste Auswirkungen der Dollarabwertung vom Dezember 1971 zu zeigen. Betrachtet man nur die mengenmäßige Entwicklung des Außenhandels, so verbesserte sich nach den Berechnungen des OECD-Sekretariates die amerikanische Handelsbilanz 1972 um rund 1 Mrd Dollar. Die ungünstige Entwicklung der Preisverhältnisse, die aus der Dollarabwertung resultierte (insbesondere die Verteuerung der Importe), fiel jedoch mit rund 2 Mrd Dollar wesentlich stärker ins Gewicht. Zur Verschlechterung des Außenhandelsergebnisses trug sodann die Zunahme der Erdöleinfuhr mit rund 1 Mrd Dollar bei. In der gleichen Richtung wirkte sich schließlich auch die mit dem Konjunkturaufschwung gestiegene Importnachfrage aus. In

den ersten Monaten des laufenden Jahres trat die günstige Entwicklung der Außenhandelsergebnisse noch etwas deutlicher in Erscheinung. Während der Importanstieg sich trendmäßig verflachte, stieg die Exportkurve deutlich an. Im April schloß die Handelsbilanz erstmals seit 1971 mit einem Aktivsaldo. Wohl war dieses Ergebnis zum Teil günstigen Sonderfaktoren (u.a. Ausfuhr von Agrarprodukten nach dem Ostblock) zuzuschreiben. Neben den Agrarerzeugnissen wiesen aber in den letzten Monaten auch die Industriefabrikate einen kräftigen Exportzuwachs auf. Die neuerliche Abwertung des Dollars seit Februar dieses Jahres brachte eine weitere Verbesserung der amerikanischen Wettbewerbslage, wenn auch zunächst wiederum mit einem ungünstigeren «Terms of Trade»-Effekt zu rechnen ist. Für 1973 wird insgesamt trotzdem ein geringeres Defizit in der Handels- und Ertragsbilanz als 1972 erwartet.

Der massive Kapitalabfluß aus den Vereinigten Staaten, der während der ersten Monate dieses Jahres als Folge der Vertrauenseinbuße stattfand, die der Dollar insbesondere in den USA selbst erlitt, bewirkte im 1. Quartal 1973 ein Defizit in der Gesamtbilanz der USA, das mit rund 10 Mrd Dollar ungefähr den Fehlbetrag des gesamten Vorjahres erreichte. Davon waren etwa 7 Mrd Dollar allein durch kurzfristige Kapitalabflüsse bedingt, während das Ertragsbilanzdefizit rund 2 Mrd Dollar betrug.

Dem Ertragsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten von rund 8 Mrd Dollar stand 1972 ein Aktivsaldo Japans von 6,7 Mrd Dollar und ein solcher der erweiterten EG von 5,9 Mrd Dollar gegenüber. Zum Aktivsaldo der erweiterten EG trugen Italien 2,3 Mrd, Belgien 1,3 Mrd, Frankreich 1,2 Mrd und die Niederlande 1,1 Mrd Dollar bei. Für 1973 wird neben einem etwas geringeren Defizit der USA ein etwa gleich hoher Überschuß der Ertragsbilanz Japans sowie, vor allem wegen einer spürbaren Verschlechterung der britischen Ertragsbilanz, ein leicht reduzierter Aktivsaldo der erweiterten EG erwartet. Im laufenden Jahr dürfte somit die Korrektur des fundamentalen Ungleichgewichtes im laufenden Zahlungsverkehr zwischen den führenden Industrienationen noch relativ bescheiden ausfallen. Dabei ist allerdings ungewiß, wie sich die jüngsten Währungsentwicklungen und die daraus resultierenden weiteren Wechselkursänderungen schließlich auf den zwischenstaatlichen Wirtschaftsverkehr auswirken werden.

Die Währungsereignisse der vergangenen Monate warfen zwangsläufig ihre Schatten auch auf die Reformgespräche, die im Kreise des «Zwanziger-Komitees» geführt werden. An der ersten Zusammenkunft des Komitees seit der konstituierenden Sitzung vom September 1972 auf Ministerebene, die am 26./27. März 1973 in Washington stattfand, wurden denn auch die mit den eigentlichen Arbeiten betrauten Stellvertreter ersucht, ihre Arbeiten in Anbetracht der kritischen Währungsverhältnisse wesentlich zu beschleunigen. Die Minister erklärten sich damit einverstanden, zu diesem Zwecke den Vorsitzenden der Stellvertretergruppe und dessen vier Stellvertreter zur Ausarbeitung eines Berichtes allenfalls in

weitgehend eigener Kompetenz zu ermächtigen. Sie hielten dabei fest, daß die Reform auf der Basis stabiler, jedoch anpaßbarer («stable but adjustable») Wechselkurse zu erfolgen habe. Der Bericht des Vorsitzenden, der die grundlegenden Reformvorschläge zusammenfassen wird, soll den Gouverneuren des Internationalen Währungsfonds auf die nächste Jahresversammlung in Nairobi hin unterbreitet werden.

Bisher scheinen sich die Arbeiten der Stellvertreter der «Zwanzig» vor allem auf die Suche nach Lösungen für eine Verbesserung des Zahlungsbilanzausgleichs, des sogenannten «adjustment process», und eine wirksamere Kontrolle störender kurzfristiger Kapitalbewegungen über die Landesgrenzen konzentriert zu haben. Zum Studium dieser Probleme wurden zwei besondere Arbeitsgruppen eingesetzt. Bei der Frage des Anpassungsprozesses scheinen nach wie vor gewisse Meinungsverschiedenheiten zu bestehen, ob Anpassungsschritte zur Wiederherstellung des Zahlungsbilanzgleichgewichtes mehr oder weniger mechanisch auf Grund bestimmter Indikatoren oder von Empfehlungen im Gefolge intensiver Konsultationsverfahren erfolgen sollen. Noch offen scheint auch, wie weit hiezu allenfalls Sanktionen zu ihrer Durchsetzung in Aussicht zu nehmen wären. In engem Zusammenhang damit steht die Frage, wie inskünftig Reservewährungsländer ihre Zahlungsbilanzdefizite auszugleichen haben, bzw. in welcher Weise Reservewährungen noch zum Zahlungsbilanzausgleich verwendet werden können. Zugleich gilt es dabei auch, nach einer Lösung für die Konsolidierung eines Teils der in den letzten Jahren entstandenen enormen Devisenreserven zu suchen. Unter den Problemen einer besseren Kontrolle über die kurzfristigen Kapitalbewegungen kommt insbesondere dem Eurodevisenmarkt und seiner Beeinflussung eine wesentliche Bedeutung zu.

Neben diesen beiden zentralen Problemkreisen scheinen sodann die besonderen Anliegen der Entwicklungsländer (Verbindung von Reserveschöpfung und Entwicklungshilfefinanzierung sowie allenfalls Neufestsetzung der Mitgliederquoten) sowie die Frage einer organisatorischen Neugestaltung des Währungsfonds behandelt worden zu sein. Zur weiteren Vorbereitung des erstgenannten Themas wurde an der letzten Sitzung der Stellvertreter ebenfalls eine besondere Arbeitsgruppe ins Leben gerufen.

Es dürfte wohl noch äußerst intensiver Arbeit und ausgedehnter Verhandlungen bedürfen, um das anvisierte Ziel erreichen zu können, bis zum September dieses Jahres bereits ein Reformprojekt in seinen wesentlichen Grundzügen auszuarbeiten. Die Verwirklichung einer neugestalteten internationalen Währungsordnung aber setzt einen besseren Ausgleich der Zahlungsbilanzen und eine Normalisierung der Währungsrelationen voraus. Eine Legalisierung der derzeitigen Währungsverhältnisse böte keine Grundlage für die Neugestaltung einer dauerhaften liberalen internationalen Währungsordnung.

Im Bereich der Europäischen Gemeinschaften wurde Anfang April in Übereinstimmung mit den von den Staats- und Regierungschefs im Oktober letzten Jahres gefaßten Beschlüssen der Akt zur Errichtung des Europäischen Fonds für Währungspolitische Zusammenarbeit unterzeichnet. Dieser Fonds hat zur Aufgabe, die stufenweise Verwirklichung der Wirtschafts- und Währungsunion bis zum Endstadium der «vollen und irreversiblen Konvertibilität» oder der «Schaffung einer gemeinsamen Währung» zu fördern und «insbesondere unverzüglich das einwandfreie Funktionieren der Konzentration des in der Gemeinschaft eingeführten Devisensystems und den Ausgleich der aus den Interventionen in Gemeinschaftswährungen entstehenden Salden zu erleichtern». Zum vorläufigen Sitz des Währungsfonds wurde Luxemburg bestimmt. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich wurde als Agentin mit der Ausführung der in diesem Zusammenhang vorzunehmenden Transaktionen betraut.

Die Währungsereignisse zu Beginn dieses Jahres haben die währungspolitische Koordination innerhalb der EG mit zusätzlichen Schwierigkeiten belastet. Großbritannien, das bereits seit seinem Übergang zu flexiblen Kursen im Juni 1972 aus dem gemeinsamen Interventionssystem in Mitgliederwährungen ausgeschieden ist, und Italien, das von der Verpflichtung zur Intervention in Gemeinschaftswährungen entbunden worden ist, beteiligten sich nicht am Übergang zum gemeinsamen «Blockfloating» im März dieses Jahres. Sie unterhalten damit vorerst keine festen Wechselkursrelationen zu ihren EG-Partnern, was insbesondere Probleme für den gemeinsamen Agrarmarkt geschaffen hat. Umgekehrt haben sich, wie bereits erwähnt, die Nicht-Mitgliedländer Norwegen und Schweden dem gemeinsamen «Blockfloating» durch bilaterale Vereinbarungen angeschlossen. Die gegenseitige Abstimmung der Wechselkurse zwischen den am gemeinsamen Floating beteiligten Ländern innerhalb der «Schlange» funktionierte in den vergangenen Monaten reibungslos, wobei allerdings wiederholt Stützungsinterventionen erforderlich waren.

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

Auch in der Schweiz haben sich in den vergangenen Monaten die von der Nachfrage ausgehenden Auftriebskräfte in einigen bedeutenden Wirtschaftssektoren verstärkt. Weder die Ende letzten Jahres getroffenen Konjunkturdämpfungsmaßnahmen noch die zusätzliche Aufwertung des Schweizerfrankens haben den allgemeinen Rhythmus der wirtschaftlichen Aktivität bereits spürbar beeinflusst. Der Auftragseingang hat sich deutlich belebt. Die Auftragsbestände werden im allgemeinen als gut betrachtet. Insbesondere der Eingang von Exportaufträgen hat im ersten Quartal gesamthaft zugenommen, wobei allerdings in einzelnen Branchen, so bei Investitionsgütern, Textilien und Produkten der Bekleidungsindustrie, der Auslandanteil der Bestellungen und des Auftragsbestandes im großen und ganzen leicht rückläufig war. In der Maschinenindustrie konnte der im drit-

ten Quartal erreichte Tiefstand der Auftragsvorräte der letzten drei Jahre überwunden werden.

Die Wachstumsraten der industriellen Produktion sowie der Exporte und Importe sind in den ersten fünf Monaten gestiegen, letztere sogar recht stark. Die Zunahme des Privatkonsums scheint sich etwas abgeschwächt zu haben, während die öffentliche Nachfrage eher rascher ansteigt. Auf dem Arbeitsmarkt hat sich im Laufe des ersten Quartals die angespannte Lage im Vorjahresvergleich noch verschärft. Die Zahl der unbesetzten Arbeitsplätze nahm in einzelnen großen Wirtschaftszweigen ein bedeutendes Ausmaß an. Gleichzeitig verstärkte sich die Tendenz zu vermehrten Abwerbungen und beschleunigtem Stellenwechsel.

Die anziehende Nachfrageexpansion war von einem beschleunigten Inflationsrhythmus begleitet. Trotz der zusätzlichen Aufwertung wirkte sich auch in unserem Lande der starke Auftrieb der Weltmarktpreise sehr nachhaltig aus. Die Importgüterpreise verzeichneten einen ganz massiven Anstieg.

Erste Anzeichen einer gewissen Dämpfung der konjunkturellen Expansion als Folge der im Dezember letzten Jahres getroffenen Bremsmaßnahmen beginnen sich im Bausektor abzuzeichnen, und zwar vor allem in Gestalt einer deutlichen Abschwächung der Projektierungen und Rohbauarbeiten. Bis sich die getroffenen Vorkehrungen in einer allgemeinen Verlangsamung des Inflationsrhythmus auswirken werden, dürfte indessen noch einige Zeit verstreichen. Einmal dauert es nach allen Erfahrungen, die bisher im In- wie im Ausland gemacht worden sind, längere Zeit, bis sich die Eindämmung eines Konjunkturaufschwunges auf die Preise auswirkt. Dazu kommt, daß unser Land zur Zeit einem außerordentlich starken Anstieg der Weltmarktpreise ausgesetzt ist, der durch die Aufwertung unserer Währung bisher nicht aufgehalten worden ist. Der Index der Großhandelspreise weist seit einigen Monaten, bedingt namentlich durch die erhöhten Importwarenpreise, einen ungewöhnlichen Anstieg auf, der im Laufe der kommenden Monate auch die Preisentwicklung der Endprodukte, d. h. der Konsumgüter, beeinflussen dürfte. Um so notwendiger und dringlicher ist es, die eingeschlagene Konjunkturdämpfungspolitik konsequent weiterzuführen.

In den ersten fünf Monaten 1973 stieg der Exportwert gegenüber der Vorjahresperiode um 15,2% (1972 +9,8%). Die einzelnen Monatswerte lagen im Januar um 14,8%, im Februar um 14,5%, im März um 10,0%, im April um 12,3% und im Mai um 24,4% über dem betreffenden Ergebnis des letzten Jahres. Die Zunahme der Exportwerte während der ersten drei Monate war gut zur Hälfte durch höhere Preise bedingt.

Im Laufe der ersten vier Monate nahmen die Exportwerte nach einigen unserer wichtigsten Absatzmärkte stark zu, so insbesondere nach Japan 37,5% (Vorjahr 12,2%), Österreich 17,6% (13,5%), Frankreich 15,8% (10,3%), USA 15,6% (9,1%) und Großbritannien 15,4% (9,8%). Demgegenüber lagen die Zuwachsraten der Aus-

fuhrwerte nach der Bundesrepublik Deutschland mit 3,3% und den Niederlanden mit 4,0% erheblich unter den Vorjahreszahlen. In der erwähnten Zeitspanne nahmen die Exportwerte nach der EG um 9,6%, nach den EFTA-Staaten um 9,2%, nach Afrika um 8,0% und nach Asien um 23,7% zu. Knapp die Hälfte (46,4%, gegenüber 47,7% im Vorjahr) der gesamten Ausfuhr entfiel auf den erweiterten EG-Raum und etwas mehr als zwei Drittel (Vorjahr 69,5%) auf die europäischen Länder insgesamt. Besonders ausgeprägt war die Exportsteigerung bei den Investitionsgütern sowie bei den Uhren. Die Zuwachsraten erreichten bei den Exporten der Maschinen- und Apparateindustrie 17,3%, bei jenen der Uhrenindustrie 16,4%, bei der Textil- und Bekleidungsindustrie 11,0% und bei der chemischen Industrie 5,7%. Dagegen war die Ausfuhr bei der Nahrungs- und Genußmittelindustrie rückläufig (-7%), woran vor allem die Tabakindustrie (-28,4%) wesentlich beteiligt war.

Von Januar bis Mai 1973 stieg der Wert der Einfuhr gegenüber dem Vorjahr um 12,3% und somit erheblich mehr als vor Jahresfrist (7,6%). Dies war nur zu einem verhältnismäßig kleinen Teil höheren Importpreisen zuzuschreiben. Für die Periode Januar bis April ist die überaus starke Steigerung der Importe von Rohstoffen und Halbfabrikaten bemerkenswert (14,5%, Vorjahr 1,6%). Sie deutet auf eine vermehrte Aufstockung der Lagerbestände auch in der Schweiz hin. Die Zunahme der Konsumgüterimporte war erheblich schwächer als in der betreffenden Periode des Vorjahres (11,0%, Vorjahr 18,0%). Dies dürfte im Einklang stehen mit einer gewissen Verlangsamung der Umsatzentwicklung im Detailhandel und scheint eine leichte Abschwächung der Konsumgüternachfrage zu widerspiegeln. Die Importe von Investitionsgütern und Energieträgern erhöhten sich gegenüber dem Vorjahr um 6,5% bzw. 8,0%. Es entspricht dies ungefähr den Zuwachsraten im Jahre 1972. Die Bezüge aus dem erweiterten EG-Raum nahmen in der genannten Zeitspanne um 9,9% (Vorjahr 8,2%) zu. Sie betragen rund zwei Drittel der Gesamtimporte. Überdurchschnittlich stiegen die Importe aus den osteuropäischen Ländern (23,8%) und aus Nordamerika (12,7%). Aus der erstgenannten Staatengruppe stammen allerdings lediglich rund 2% der Gesamtbezüge, während die Einfuhr aus Kanada und den Vereinigten Staaten zusammen etwas mehr als 7% aller Importe erreicht.

Das Handelsbilanzdefizit betrug in den ersten fünf Monaten 2870 Mio Franken und war damit nur geringfügig größer als im Vorjahr (2814 Mio).

Das Wachstum der Detailhandelsumsätze hat sich im Laufe der ersten vier Monate im Vergleich zum Vorjahr etwas verlangsamt. Die Zuwachsraten gegenüber dem Vorjahresstand betragen im Januar 12,9% (Vorjahr 6,1%), im Februar 4,9% (15,3%), im März 3,9% (18,1%) und im April 8,4% (2,3%). Bei Nahrungs- und Genußmitteln, deren Anteil am Gesamtumsatz des Detailhandels etwa ein Drittel beträgt, stiegen die Umsätze der ersten vier Monate nominell etwas mehr als 8%, während bei Bekleidungsartikeln und Textilwaren ein wertmäßiger Zuwachs von rund 5% zu verzeichnen war.

Die Entwicklung der industriell-gewerblichen Bauinvestitionen war während der ersten Monate des laufenden Jahres leicht rückläufig. Die Zahl der im vierten Quartal 1972 zur Begutachtung vorgelegten Fabrikbauvorhaben (926) hatte jene des Vorjahresquartals noch um 10,8% übertroffen. In den ersten drei Monaten 1973 lag sie mit 843 dagegen um 5% unter dem Vorjahresbetreffnis. Der Rückgang betrug bei Umbauten 19,6%, bei Betriebseinrichtungen 8,3% und entfiel überwiegend auf geringere Vorhaben in der Nahrungs- und Genußmittel-, in der Papierindustrie und im graphischen Gewerbe. Bei den geplanten Neu- und Erweiterungsbauten handelte es sich in vermehrtem Maße um kleinere Vorhaben, da die Zahl der Projekte zwar um 4% höher, das Raumvolumen dagegen um 10,2% geringer war. Gemäß Erhebungen des Instituts für Wirtschaftsforschung an der ETH war seit dem letzten Herbst die Zahl der Unternehmungen, die Kürzungen an ihren Investitionsplänen für das laufende Jahr vorsahen, größer als jene, die Erweiterungen planten, wobei vor allem Reduktionen in der Bekleidungs-, Wäsche- und Schuhindustrie und im Baugewerbe gemeldet wurden. Zudem wird mit einer gewissen Verlagerung von den Bau- zu den Ausrüstungsinvestitionen gerechnet, wozu der Hauptimpuls von den stark exportorientierten größeren Unternehmen ausgeht.

Die Wohnbautätigkeit verlief in den vergangenen Monaten weiterhin auf Hochtouren. 1972 waren in den Gemeinden mit über 2000 Einwohnern insgesamt 55 442 Wohnungen erstellt worden, oder 8,9% mehr als im Vorjahr. Dabei lag die Zuwachsrate von 24,7% für Gemeinden mit 5000 bis 10 000 Einwohnern wesentlich über derjenigen der kleinen und mittelgroßen Städte (5,5%) und der Großstädte (4,7%). Der Wohnungsbau verlagerte sich weiterhin von den Großstädten zu den kleineren Gemeinden. Diese Tendenz dürfte nach der Entwicklung der in letzter Zeit erteilten Wohnbaubewilligungen weiter anhalten. Die am Jahresende in Gemeinden mit über 2000 Einwohnern sich in Bau befindenden 74850 Wohnungen – ein absolutes Rekordniveau – übertrafen den Stand vor Jahresfrist um 14,8%, wobei die Zuwachsrate der Wohnungsbauproduktion in Großstädten (3,5%), in den übrigen Städten (5,5%) erheblich unter der für große und mittelgroße Gemeinden von 27,4% bzw. 29,3% zurückblieb.

Von Januar bis Mai 1973 wurden in den 92 von der Statistik erfaßten Städten 11808 Wohnungen fertiggestellt, was einer Produktionssteigerung im Vergleich zum Vorjahr um nicht weniger als 13,8% entspricht. Gleichzeitig ging jedoch die Zahl der baubewilligten Einheiten (12362) um 9,7% zurück, wobei die Bewilligungen des Monats Mai um 18,8% hinter dem Stand des Vorjahresmonats zurückblieben. Die Ende letzten Jahres getroffenen Dämpfungsmaßnahmen scheinen sich zusammen mit gewissen Sättigungserscheinungen am Wohnungsmarkt auszuwirken.

Nach den vorliegenden Zahlen hat sich die Lage am Arbeitsmarkt in den vergangenen Monaten eher noch verschärft. Im ersten Quartal 1973 standen gemäß amtlicher Statistik durchschnittlich 4000 offenen Stellen

etwas mehr als 100 Ganzarbeitslose gegenüber. Auf 35 offene Stellen traf es somit einen Arbeitslosen, während dieses Verhältnis vor Jahresfrist 23 zu 1 betragen hatte. Erhebungen zufolge waren Ende 1972 in der Maschinen- und Apparateindustrie, in der Metall- sowie der Bekleidungsindustrie 5% oder mehr der Arbeitsplätze unbesetzt, während bei der chemischen, der Textil- sowie der Gummi- und Kunststoffindustrie die Zahl der offenen Stellen zwischen 3,5% und 4,7% der Beschäftigtenzahl lag.

Der Lohnauftrieb war bis Ende 1972 weiterhin hoch. Aufgrund der letzten vorliegenden Zahlen nahmen die Lohnsätze der Industriearbeiter im vierten Quartal 1972 um 1,2% gegenüber dem Vorquartal (Vorjahr 1,3%) bzw. um 0,2% im Baugewerbe (Vorjahr 0,2%) zu. Im Vergleich zum Vorjahresquartal betrug die Zunahme der Lohnsätze in der Industrie 8,5% (Vorjahr 8,9%) und derjenigen im Baugewerbe 8,0% (Vorjahr 9,4%). Angesichts des angespannten Arbeitsmarktes dürften die effektiven Verdienste jedoch wiederum wesentlich stärker gestiegen sein als die Lohnsätze. Auf Jahresende 1972 hin waren erhebliche Lohnerhöhungen gewährt worden, die dem Lohnkostenauftrieb im laufenden Jahr neue Impulse gaben. Über die Lohnentwicklung der vergangenen Monate liegen jedoch noch keine Zahlen vor.

Der Anstieg des Konsumentenpreisindex hat sich in den ersten Monaten dieses Jahres weiter beschleunigt und ein Ausmaß erreicht, wie es in unserem Lande seit dem Zweiten Weltkrieg noch nie verzeichnet wurde. Gegenüber dem jeweiligen Vorjahresstand betrug die Teuerungsrate im Januar 7,4% (Vorjahr 6,7%), im Februar 7,6% (6,7%), im März 8,2% (6,3%), im April 8,3% (6,3%) und im Mai 8,0% (6,3%). Bei fünf der neun Teilindizes war in diesem Jahr ein ununterbrochener Aufwärtstrend festzustellen, zwei blieben auf hohem Niveau unverändert, und jene für Getränke und Tabakwaren sowie für Heizung und Beleuchtung waren leicht rückläufig. Preiserhöhungen von mehr als 10% innert Jahresfrist ergaben sich für Bekleidung, Körper- und Gesundheitspflege sowie für Bildung und Unterhaltung.

Unter den zehn führenden Industrienationen lag die Teuerungsrate des Lebensunterhaltes der Schweiz im April mit 8,3% hinter derjenigen Italiens und Großbritanniens an dritter Stelle.

Überaus stark stiegen auch die Großhandelspreise. Der Index verzeichnete eine Preissteigerung im Januar von 7,0% (Vorjahr 2,9%), im Februar von 7,7% (2,8%), im März von 8,9% (2,5%), im April von 9,3% (2,3%) und im Mai von 9,6% (2,6%). Bemerkenswert ist der trotz Frankenaufwertung verzeichnete massive Preisauftrieb bei den Importwaren, der sich von 9,8% im Januar (Vorjahr -0,7%), 11,0% im Februar (-0,9%), 12,0% im März (-0,7%), 12,2% im April (-0,7%) auf 13,5% im Mai (+0,7%) erhöhte. Bei Inlandwaren lag die Teuerungsrate der ersten fünf Monate unter derjenigen der Importgüter, jedoch ebenfalls erheblich über derjenigen vor einem Jahr. Von den zehn nach Warengruppen ausgerichteten Teilindizes registrierten im April acht eine stärkere Teuerungsrate als vor Jahresfrist.

## Die Entwicklung am schweizerischen Geld- und Kapitalmarkt

Die Entwicklung am schweizerischen Geld- und Kapitalmarkt wurde in der Berichtszeit (Januar–Mai 1973) weitgehend durch die kredit- und währungspolitischen Maßnahmen bestimmt, mit denen versucht wurde, die übermäßige Aufblähung der Geld- und Kreditversorgung einzudämmen, welche die enormen Mittelzuflüsse der beiden Vorjahre geschaffen hatten. Die auf Anfang des Jahres in Kraft gesetzte Kreditwachsbegrenzung bremste die weitere Expansion des Kreditvolumens der Banken, während die Plafonierung des inländischen Emissionsvolumens einer übermäßigen Beanspruchung des Kapitalmarktes entgegenwirkte.

Die Nationalbank war darauf bedacht, die Liquidität des Bankensystems, die durch Einforderung von Mindestguthaben und durch die Ausweitung der Bargeldzirkulation bereits gegen Ende 1972 auf einen normalen Stand zurückgegangen war, annähernd auf diesem Stande zu halten. Damit sollten unerwünschte Repatriierungen, bzw. nachdem am 23. Januar die Stützungsinterventionen am Devisenmarkt hatten aufgegeben werden müssen, ein zusätzlicher Auftrieb des Frankenwechselkurses vermieden werden. Konnte wohl die Kreditexpansion gebremst und die Liquidität des Bankensektors auf einen angemessenen Stand begrenzt werden, so blieb doch die Versorgung des Nichtbankenbereiches mit Finanzierungsmitteln nach wie vor überreichlich. Durch das Zusammenspiel von direkter Beeinflussung des Kredit- und Kapitalangebotes einerseits und gezielter Pflege der Bankenliquidität andererseits verhartete indessen der Geld- und Kapitalmarkt weitgehend im Gleichgewicht und das Zinsniveau veränderte sich nur geringfügig.

Die Bekanntgabe der Zerteilung des Devisenmarktes in Italien am 21. Januar hatte einen starken Dollarstrom nach der Schweiz ausgelöst, der den Dollarkurs unverzüglich auf den unteren Interventionskurs drückte und die Nationalbank zu bedeutenden Stützungskäufen zwang. Bis zur Einstellung ihrer Interventionen am Devisenmarkt hatte die Nationalbank 160 Mio Dollar aus dem Markte zu übernehmen. Bereits zuvor hatte sie, um die nach der Auflösung der Dollarswaps über das Jahresende etwas angespannte Liquiditätsposition der Banken zu erleichtern, von ihnen rund 105 Mio Dollar erworben. Der Schweizerfrankenerlös der nachfolgenden Stützungskäufe wurde zum Teil (272 Mio Franken) auf dem Konto «Mindestguthaben Ausland» stillgelegt. Als mit der neuerlichen Abwertung des US-Dollars um 10 % vom 12. Februar die Kursverhältnisse sich wieder zu festigen schienen, beschloss Nationalbank und Bundesrat am 19. Februar, dem Devisenmarkt eine gewisse Orientierungshilfe zu geben und ein weiteres Absinken des Dollarkurses zu verhindern. Bis zum 23. Februar hatte die Nationalbank zu diesem Zwecke nicht weniger als 530 Mio Dollar per Kasse und 175 Mio Dollar auf Termin zu erwerben. Trotzdem fiel der Dollarkurs weiter, zeitweise bis auf 3.05. Angesichts dieser Entwicklung mußten die Stützungskäufe eingestellt werden. Seither wurde kein

zusätzliches Notenbankgeld durch Devisenkäufe vom Markte geschaffen.

Da die Versorgung der Banken mit Notenbankgeld nicht übermäßig war, begnügte sich die Nationalbank bei der Erhebung von Mindestguthaben auf den inländischen Verbindlichkeiten mit der Belastung des seit dem 31. Juli 1971 eingetretenen Zuwachses, wobei die Mindestreservesätze unverändert blieben. Eine Erhebung von Bestandesreserven drängte sich vorerst nicht auf. Dagegen wurden die im vergangenen Oktober vorübergehend freigegebenen Mindestguthaben im Februar wieder eingefordert. Mitte Juni waren durch Mindestguthaben auf inländischen Verbindlichkeiten 1,7 Mrd Franken gebunden. Auf ausländischen Verbindlichkeiten wurden hingegen ab Ende Februar auch Bestandesreserven erhoben. Um eine übermäßige Belastung zu vermeiden, wurden gleichzeitig die Zuwachsreserven neu strukturiert. Der Frankengegenwert der im Februar erfolgten Dollarübernahmen war zunächst auf Konto «Mindestguthaben Ausland» sterilisiert worden, wurde dann aber in zwei Etappen (Ende März und Ende April) freigegeben. Am 15. Juni waren auf dem Konto «Mindestreserven Ausland» 1,5 Mrd Franken stillgelegt.

Am 16. Januar erließ die Nationalbank die Ausführungsbestimmungen zur Kreditbegrenzung. Die Ausweitung des Kreditvolumens wurde für alle Kreditinstitute und Finanzgesellschaften, die dem Bankengesetz unterstellt sind, für die Periode 1. August 1972 bis 31. Juli 1973 auf 6 % begrenzt. Die Banken, welche die zulässigen Kreditwachstquoten per 30. April 1973 wesentlich überschritten, wurden in Anwendung der vorgesehenen Sanktionen ersucht, zunächst einen Drittel der Überschreitung per 20. Juni auf ein Sperrkonto bei der Nationalbank einzuzahlen. Die Nationalbank behält sich vor, von Banken, welche Ende Juni den per 31. Juli 1973 zulässigen Stand ihrer inländischen Kredite überschreiten, Einzahlungen im Umfange von zwei Dritteln der dann zumal bestehenden Überschreitung einzuverlangen.

Die zuständige Emissionskommission setzte, um ein Ausweiten der Kreditnachfrage und einen übermäßigen Zinsauftrieb zu vermeiden, den Plafond für die Neubeanspruchung des Kapitalmarktes durch schweizerische Obligationenanleihen für 1973 vorderhand auf 3,4 Mrd Franken (1972: 4,0 Mrd) fest. Am 16. April wurde zudem die Freigrenze der Bewilligungspflicht für die Aufnahme von Geldern im Ausland von 1 Mio auf 50000 Franken reduziert, um Umgehungen der Kreditbegrenzung durch Kreditaufnahmen im Ausland zu erschweren. Auf Anregung der Nationalbank trafen die Versicherungsgesellschaften unter sich eine Vereinbarung, in der sie sich bereit erklären, bis auf weiteres die Struktur ihrer Anlagen nicht zu ändern und in ihrer Anlagepolitik nicht in Lücken zu springen, die durch die Kreditbegrenzung entstehen mögen. Eine entsprechende Empfehlung richtete die Nationalbank im Einvernehmen mit den maßgebenden Verbänden der Personalvorsorge am 21. Mai an die Pensionskassen.

Um spekulativ bedingte kurzfristige Verlagerungen

ausländischer Gelder in Schweizerfranken besser abwehren zu können, wurde sodann Mitte Februar die Verordnung über die Verzinsung ausländischer Gelder abgeändert. Die Kommissionsbelastung von 2% pro Quartal auf dem Zuwachs der Schweizerfrankenguthaben von Ausländern wird auf dem jeweils höchsten Tagessaldo statt auf dem höchsten durchschnittlichen Monatssaldo berechnet. Im weiteren verzichtet die Nationalbank seit dem 16. Januar im Rahmen ihrer Bewilligungspraxis für Kapitalexperte darauf, die Schuldner zu verpflichten, einen Teil der exportierten Gelder bei ihr in ausländische Währung umzuwandeln. Um den Umfang der sogenannten Drehscheibengeschäfte herabzusetzen, müssen dagegen seit dem 27. März statt 60% mindestens 65% der auf Schweizerfranken lautenden Emissionen von Anleihen und mittelfristigen Schuldverschreibungen («Notes») ausländischer Schuldner bei Inländern pliziert werden.

Die Giroguthaben der Wirtschaft (Banken, Handel, Industrie) bei der Nationalbank waren Ende Mai mit 5,8 Mrd Franken um 2,6 Mrd höher als am Jahresende (nach Ausklammerung der kurzfristigen Finanzierungshilfe in der Höhe von 6,1 Mrd Franken Ende Dezember). Liquiditätsvermehrend wirkte die Zunahme der Devisenreserven um 3,6 Mrd Franken (Interventionskäufe unmittelbar vor der Kursfreigabe, zeitweilige Intervention in der zweiten Februarhälfte sowie Liquidation der Terminoperationen im Februar) sowie die saisonal bedingte Reduktion des Notenumlaufes um 0,8 Mrd Franken. In den ersten fünf Monaten hat sich der außerordentlich hohe Notenumlauf vom Jahresende um 4,6% auf 15,9 Mrd Franken zurückgebildet. Andererseits wurden dem Bankensystem durch die Einforderung von Mindestguthaben zusätzlich 1,2 Mrd Franken an liquiden Mitteln entzogen. Die Mindestguthaben auf inländischen Verbindlichkeiten erhöhten sich um 0,3 Mrd, jene auf ausländischen Geldern um 0,9 Mrd Franken.

Die kurzfristige Ultimo-Finanzierung der Notenbank wurde von den Banken nur Ende April und Ende Mai nicht in Anspruch genommen. Am Quartalsende belief sie sich auf 2,2 Mrd Franken, wovon 1560 Mio auf Dollar/Franken-Swaps, 473 Mio auf Diskontierungen und 176 Mio auf Lombardkredite entfielen. Ende Januar erreichten die Swap-Kredite 1,7 Mrd, Ende Februar 0,9 Mrd Franken. Im Vorjahr hatten die Banken wegen der damaligen Liquiditätsschwemme die Finanzierungshilfe der Notenbank nicht einmal am Quartalsultimo beansprucht.

Die Tatsache, daß die Kassenhaltung des Bankensystems nicht mehr überreichlich ist, darf indessen nicht darüber hinwegtäuschen, daß die Geld- und Kreditversorgung des Nichtbankensektors nach wie vor übermäßig hoch ist. Die Geldmenge im engeren Sinne ( $M_1$ ), bestehend aus dem inländischen Bargeldumlauf und den inländischen Sichteinlagen der Nichtbanken im Bankensystem (Bankdepósitos, Postcheckguthaben und Sichtguthaben bei der Nationalbank), verminderte sich zwar im Laufe des ersten Quartals 1973 leicht um 4,8% und lag damit um nur 1,5% unter dem Vorjahresstand. Mit 45,7 Mrd Franken blieb sie aber nach wie vor um nicht

weniger als 38,9% über dem Stand von Ende März 1971. Eine gewisse Umlagerung von Sicht- und Termineinlagen im 1. Quartal bewirkte eine leichte Veränderung des Verhältnisses von Geldmenge im engeren Sinne ( $M_1$ ) und Geldmenge im weiteren Sinne ( $M_2$ ), welche letztere auch die Termineinlagen (Quasi-Geld) miteinschließt. Während sich die inländischen Sichteinlagen im 1. Quartal um 5,6% auf 31,0 Mrd Franken zurückbildeten, erhöhten sich die Termineinlagen um 2,5% auf 31,6 Mrd Franken. Die Geldmenge im weiteren Sinne ( $M_2$ ) war Ende März mit 77,3 Mrd Franken um 3,3% größer als im Vorjahr und 25,4% größer als Ende März 1971. Der Bargeldumlauf verminderte sich im 1. Quartal um 2,9% auf 14,7 Mrd Franken und war damit um 10,4% höher als vor einem Jahr, während der gesamte Notenumlauf, der auch die Bestände bei Banken, Bund und Postchecksystem einschließt, innert Jahresfrist um 11,7% angestiegen ist.

Die Bilanzsumme der 72 monatlich meldenden Banken nahm im 1. Quartal um 2% auf 197,1 Mrd Franken ab. Diese Entwicklung ist hauptsächlich auf den außerordentlich kräftigen Rückgang der Bankenkreditoren und -debitoren zurückzuführen, was mit den Währungsunruhen und den zunehmenden Restriktionen im internationalen Zahlungsverkehr zusammenhängen dürfte. Die Bankenkreditoren verminderten sich um 10,6%, die Bankendebitoren um 5,6%. Am stärksten war die Reduktion mit 14,9% bei den Bankenkreditoren auf Sicht. Der Zufluß von Publikumsgeldern hat sich im 1. Quartal 1973 etwas verlangsamt. Die Spareinlagen, die im Vorquartal noch um 5,4% zugenommen hatten, erhöhten sich im Berichtsquartal nur noch um 3,5%. Die Kassenobligationsgelder, die bereits im 4. Quartal 1972 stagniert hatten, verminderten sich um 0,7%. Hatten die Kreditoren auf Zeit im Vorquartal noch um 1,4% zugenommen, so betrug das Wachstum im 1. Quartal 1,0%. Die Kreditoren auf Sicht verminderten sich um 1,3% (Vorquartal -3,8%).

Das inländische Kreditvolumen (Domizilprinzip) der 72 monatlich meldenden Banken reduzierte sich innerhalb des 1. Quartals um 0,3% auf 95,8 Mrd Franken (Zuwachsrate gegenüber dem Vorjahresstand 9,9%), während im 3. und 4. Quartal 1972 Zunahmen von je 2,4% und 4,2% zu registrieren gewesen waren (Zuwachsraten gegenüber dem jeweiligen Vorjahresstand 10% bzw. 11%). Der Umfang der Kredite an Ausländer erhöhte sich dagegen um 4,0% auf 16,8 Mrd. Während sich die inländischen Debitoren um 1,8% verminderten, stiegen die ausländischen um 1,3%. In dieser gegenläufigen Entwicklung zeigen sich die ersten Auswirkungen der Kreditbegrenzung, hatten doch die inländischen Debitoren im Vorquartal noch um 3,4% zugenommen. Das Wachstum der inländischen Hypothekaranlagen schwächte sich von 3,3% im 4. Quartal 1972 auf 2,0% im ersten des laufenden Jahres ab, blieb aber auf dem Niveau des Vorjahresquartals (+2,2%). Geringer als vor Jahresfrist war die saisonale Rückbildung der inländischen Kredite an öffentlich-rechtliche Körperschaften (-3,8% gegenüber -5,4%).

Trotz der Begrenzung der am Markt zugelassenen Nachfrage durch die Emissionskontrolle konnten einzelne

Emissionsvorhaben im April, darunter auch eine eidgenössische Anleihe, nicht voll plaziert werden. Nachdem sich die Konditionen für die Zeichner verbessert hatten, wobei anfänglich die Ausgabekurse reduziert, in der Folge aber der Zinssatz um  $\frac{1}{4}\%$  erhöht wurde, erwies sich der Markt wieder aufnahmefähiger. Dazu dürfte auch die neuerliche Unruhe im internationalen Währungsbereich beigetragen haben. Die Rendite eidgenössischer Obligationen, die am Jahresende 5,27% betragen hatte, stieg bis Ende Januar auf 5,37% und schwankte dann bis Mitte April zwischen 5,29 und 5,35. In der zweiten Aprilhälfte stieg sie leicht an, erreichte Mitte Mai 5,42 und ging in der zweiten Maihälfte wieder auf 5,34 zurück.

An der Aktienbörse hatten die Dollarabwertung und die nachfolgende Entwicklung der Devisenkurse sowie der Kursrückgang an der New Yorker Börse eine deutliche Baisse der Aktienkurse zur Folge. Der Aktienindex der Nationalbank stieg im Januar zuerst an, fiel dann aber Mitte Februar unter den Stand vom Jahresende (191,1 Punkte). Nachdem der Gesamtindex bis Mitte Mai auf 175,2 Punkte gefallen war, folgte eine deutliche Erholung. Mitte Juni lag der Index mit 184,1 Punkten noch 3,7% tiefer als Ende Dezember. Den stärksten Kursrückgang wiesen mit 6,0% die Industrieaktien auf.

Die Nettobeanspruchung des Kapitalmarktes durch die Emission in- und ausländischer Obligationen und schweizerischer Aktien betrug in den Monaten Januar bis Mai 2906 Mio Franken (Januar bis Mai 1972: 3307 Mio).

Die Neubeanspruchung durch schweizerische Obligationen (Emissionswert abzüglich Konversionen) belief sich auf 1414 Mio und war damit um 486 Mio geringer als im Vorjahr. Mit 1251 Mio war die Neubeanspruchung durch ausländische Obligationenanleihen um 37 Mio tiefer als vor einem Jahr. Der Emissionswert der schweizerischen Aktienemissionen betrug 567 Mio (423 Mio), wovon 430 Mio auf die Monate April und Mai entfielen.

Bei den Zinssätzen traten in der Berichtsperiode keine nennenswerten Veränderungen auf. Im April senkten die Großbanken ihre Festgeldsätze für Dreimonatsdepots von 4% auf  $3\frac{1}{2}\%$ . Mitte Mai folgte eine weitere Reduktion auf  $2\frac{1}{2}\%$ . Umgekehrt war der Privatskontsatz anfangs Januar um  $\frac{1}{4}\%$  auf 5% erhöht worden, worauf die meisten übrigen kurzfristigen Zinssätze ebenfalls um  $\frac{1}{4}\%$  anstiegen. In Anpassung an diese Entwicklung hatte die Nationalbank mit Wirkung ab 22. Januar den offiziellen Diskontsatz von  $3\frac{3}{4}\%$  auf  $4\frac{1}{2}\%$  und den offiziellen Lombardzinsfuß von  $4\frac{3}{4}\%$  auf  $5\frac{1}{4}\%$  erhöht. Die Zinssätze für Spareinlagen, Kassenobligationen und Hypotheken blieben in der Berichtsperiode unverändert. Die Nationalbank erklärte sich jedoch nach einer Aussprache mit Vertretern der interessierten Bankengruppen Anfang Juni damit einverstanden, daß für Kassenobligationen mit einer Laufzeit von 3 bis 4 Jahren die gleichen Zinssätze angewendet werden können wie für solche mit einer Laufzeit von 5 bis 6 Jahren, für die bisher ein um  $\frac{1}{4}\%$  höherer Satz offeriert werden konnte.