

An der Sitzung des Bankrates der Schweizerischen Nationalbank vom 21. September 1973 hat Herr A. Hay, Vizepräsident des Direktoriums, folgenden Bericht erstattet¹:

1. Teil

Internationale Lage

Als ich mir den Inhalt des heutigen Referates zu überlegen begann, hatte ich zunächst den Eindruck, seit der letzten Sitzung des Bankrates im Juni habe sich eigentlich nur wenig ereignet und die Lage sei im allgemeinen verhältnismäßig ruhig gewesen. Bei näherer Prüfung erwies sich aber, daß das verflossene Quartal im Grunde doch recht bewegt gewesen war. Zahlreiche Zinssatzerhöhungen sind erfolgt; neben anderen einschränkenden Maßnahmen, die getroffen wurden, haben nicht weniger als sechs Aufwertungen stattgefunden. Am 29. Juni ist die DMark um 5,5% höher bewertet worden, am 2. Juli der österreichische Schilling um 4,8%, am 9. September der australische Dollar um 5% und der neuseeländische Dollar um 10%, am 13. September die isländische Krone um 3,6% und schließlich am 15. September der holländische Gulden um 5%. Ferner entstand anfangs Juli eine Währungskrise, in deren Verlauf die deutschen Devisenbörsen ihre Tätigkeit einstellen mußten. Man sprach damals von einer Aufwertung des französischen Frankens sowie von einer Abwertung des englischen Pfundes und der dänischen Krone. In jenem Zeitpunkt wurde auch für den Dollar der niedrigste Kurs notiert: in der Schweiz ist er am 6. Juli bis unter 2.70/2.66 gefallen.

Am 10. Juli haben die Notenbankgouverneure im Anschluß an ihre monatliche Sitzung bei der BIZ der Öffentlichkeit mitgeteilt, die amerikanischen Behörden hätten ihre Bereitschaft bekundet, zur Stützung des Dollars an den Märkten zu intervenieren. Im Hinblick darauf wurde das Swap-Netz der Federal Reserve Bank von New York beträchtlich erweitert. Es erfuhr eine Ausdehnung um mehr als 6 Milliarden Dollar auf 18 Milliarden Dollar. Die schweizerische Limite ist von 1 auf 1,4 Milliarden Dollar erhöht worden, wobei noch die Limite der BIZ von 0,6 Milliarden Dollar hinzukommt; die Inanspruchnahme ist jedoch nur mit Zustimmung der Nationalbank möglich. Unmittelbar nach der erwähnten Sitzung ist der Dollar auf 2.80 gestiegen; später folgten weitere Nachrichten, die den Markt günstig beeinflussten. So bestand das Gefühl, in der mit der Reform der internationalen Währungsordnung beschäftigten Zwanzigergruppe, die Ende Juli

auf Ministerebene in Washington getagt hatte, hätten sich die Standpunkte etwas angenähert. Dieser Eindruck sollte sich allerdings später, wie wir noch sehen werden, als zu optimistisch erweisen. In den Vereinigten Staaten ist anfangs August der Übergang zu einer neuen Stufe der Preiskontrolle vollzogen worden; im Rahmen dieser Phase IV wurde die Beschränkung des Anstiegs der Löhne und Gewinne auf 5,5% und 0,7% aufrechterhalten. Gegen Mitte August wurde die Verbesserung der amerikanischen Zahlungsbilanz für das zweite Quartal angekündigt, was namentlich einer deutlichen Verbesserung der Handelsbilanz zu verdanken war, welche im Juli zum erstenmal seit vielen Monaten und Jahren einen leichten Überschuß aufwies.

Alle diese Nachrichten, in Verbindung mit einem sehr hohen Zinsniveau in den Vereinigten Staaten, haben eine rasche Befestigung der amerikanischen Devisen herbeigeführt, deren Kurs in der Schweiz am 16. August den Stand von 3.09 erreichte. Es war zweifellos diese bessere Haltung des Dollars, die seither andauert, welche mir das Gefühl gegeben hatte, es liege ein verhältnismäßig ruhiges Quartal hinter uns. Offenbar gewöhnt man sich rasch daran, in bewegten Zeiträumen zu leben, und zuletzt empfindet man solche Perioden beinahe als normal. Der Umstand, daß die Nationalbank seit dem Monat Februar nicht mehr am Devisenmarkt interveniert, trägt natürlich zu diesem Eindruck relativer Stille bei, da zahlreiche Ereignisse, die das zurückliegende Vierteljahr kennzeichneten, uns nicht mehr zwangen, Entschlüsse zu fassen, wie dies bei Anwendung fester Wechselkurse nötig gewesen wäre.

Dem Ihnen zugestellten schriftlichen Bericht haben Sie eine ins einzelne gehende Beschreibung der internationalen Währungssituation entnehmen können. Ich möchte indessen noch einige Überlegungen beifügen.

Man kann sich nie genug Rechenschaft geben, daß die Welt, in der wir leben, stark inflatorisch ist und daß darum die in Erscheinung tretenden Tatsachen mit großer Umsicht beurteilt werden müssen. Wie im Bericht ausgeführt wird, trifft dies insbesondere zu für die Konkurrenzsituation der verschiedenen Länder, einschließlich der Schweiz. Noch vor wenigen Monaten stand für die amerikanischen Behörden die Sorge um die Vermeidung eines Rückschlages in der zweiten Hälfte dieses Jahres und im Jahre 1974 im Vordergrund. Wir hatten allerdings einige Mühe, diese Sorge zu teilen. Heute sind sich die amerikanischen Behörden bewußt geworden, daß der Preisanstieg zugenommen hat und die inflatorischen Auswirkungen stärker geworden sind. Aus diesem Grund betreibt das Federal Reserve System gegenwärtig eine Hochzinspolitik. Die Notenbank muß jedoch einseitig vorgehen, denn die Regierung zögert, eine der Inflationsbekämpfung angepaßte Fiskalpolitik anzuwenden. Das ganze Gewicht dieses Kampfes ruht deshalb auf

¹) 1. Teil: Mündliche Ausführungen;
2. Teil: Schriftlicher Bericht.

der Geldpolitik, was die bekannten, äußerst hohen Zinssätze verursacht. Nach den vorliegenden Informationen scheint es übrigens nicht ausgeschlossen, daß das Zinsniveau noch weiter steigen könnte. Was wird eintreten, wenn sich die Situation einmal ändert? Wird ein Mittelabfluß aus den Vereinigten Staaten einsetzen? Wird dieser Abfluß spürbar auf den Kurs des Dollars drücken? Man kann hoffen, daß der Rückgang der Zinssätze mit einer Beruhigung der inneramerikanischen Konjunktur zusammenfällt, was die amerikanischen Exporte und folglich eine Verbesserung der Handelsbilanz begünstigen würde. Die Stellung des Dollars würde dadurch verstärkt, und das Kapital würde wahrscheinlich nur zögernd ins Ausland abfließen.

Wie dem auch sei, werden wir in den nächsten Monaten weiterhin in einer unstabilen Situation leben. In Europa wirft die monetäre Zusammenarbeit wichtige Probleme auf, und die Entwicklung der Währungen innerhalb der «Schlange» entspricht nicht immer der wirtschaftlichen Wirklichkeit. Jedoch der politische Wille zur Aufrechterhaltung des Systems hat bisher gestattet, sich der Realität entgegenzustellen. Namentlich Deutschland trägt einen erheblichen Teil der im Hinblick auf dieses Ziel zugestandenen Anstrengungen und Opfer. Man kann sich auch fragen, ob die aufeinanderfolgenden Aufwertungen, mit denen jedes Land sich gegen die Inflation seiner Nachbarn zu schützen sucht, nicht der Ausdruck einer ähnlichen Lage sind wie in der Vorkriegszeit, als in beschleunigter Gangart kompetitive Abwertungen erfolgten. Immerhin lassen die Verbesserung der amerikanischen Handelsbilanz und die recht spektakuläre Umkehr der japanischen Zahlungsbilanz, welche jetzt defizitär geworden ist, auf weltweiter Ebene eine langsame Rückkehr zu einem besseren Gleichgewicht der Zahlungsbilanzen erwarten. Vergessen wir jedoch nicht, daß die Energieprobleme und die gewaltigen Einnahmen der ölproduzierenden Länder wenig geeignet sind, die Wiedererreichung eines besseren Gleichgewichtes zu erleichtern.

Im Zusammenhang mit den internationalen Währungsproblemen mag es angezeigt sein, an dieser Stelle auf den Stand der Verhandlungen über eine neue Währungsordnung hinzuweisen. Die Informationen, die uns wenige Tage vor Beginn der Jahresversammlung der Bretton Woods-Institutionen zur Verfügung stehen, stammen von Mitgliedern der Zwanzigergruppe. Wir konnten auch in gewisse Schriftstücke Einsicht nehmen. Trotzdem sind unsere derzeitigen Kenntnisse natürlich unvollständig.

Allgemein scheint in der Zwanzigergruppe angenommen zu werden, die Reform der Währungsordnung habe folgende Aufgaben zu erfüllen:

- Verbesserung der Zahlungsbilanzanpassungen und des Wechselkursmechanismus;
- Herbeiführung eines geeigneten Konvertibilitätsgrades für den Saldenausgleich;
- bessere Verwaltung der Weltwährungsreserven, unter denen die Sonderziehungsrechte das wichtigste Element sein werden;

- Beschränkung und eventuell Konsolidierung der störenden Kapitalbewegungen;
- Erhöhung der für die Entwicklungsländer bestimmten realen Hilfsquellen.

Die Besprechungen im Rahmen der Zwanzigergruppe drehten sich bisher vorwiegend um den Anpassungsmechanismus und die Konvertibilität. Bezüglich des Anpassungsmechanismus verlangten die Vereinigten Staaten, daß ein Ungleichgewicht der Zahlungsbilanz symmetrische Anpassungsverpflichtungen seitens der Überschußländer und der Defizitländer herbeiführen soll. Der Anpassungsmechanismus, der interne Maßnahmen oder Paritätsänderungen umfaßt, würde durch die Entwicklung der Währungsreserven als einem objektiven Maßstab automatisch ausgelöst. Ebenso selbsttätig würden gegenüber den sich widersetzen den Ländern Zwangsmaßnahmen angewendet, die bis zu handelspolitischen Sanktionen gehen könnten. Die Mitglieder der EWG, Japan und andere Staaten opponierten gegen die Automatik des Mechanismus und der Sanktionen sowie gegen die Beschränkung auf ein einzelnes Kriterium. Sie waren der Ansicht, der Anpassungsmechanismus sollte auf Konsultationen beruhen. Anlässlich der Zusammenkunft der Minister der Zwanzigergruppe von Ende Juli schienen die EWG-Länder und Japan dem Grundsatz der Symmetrie für die Überschuß- und Defizitländer zugestimmt zu haben. Seitens der Vereinigten Staaten wurden Zugeständnisse hinsichtlich des Automatismus gemacht. Da jedoch der Mechanismus auf Konsultationen beruhen sollte, unterbreiteten sie Vorschläge, die auf eine Verstärkung des politischen Gewichts des Internationalen Währungsfonds hinielen. Als zu Beginn dieses Monats die Stellvertreter der Zwanzigergruppe in Paris zusammentraten, scheint es ihnen nicht gelungen zu sein, sich über die Tragweite der von den Ministern gemachten Zugeständnisse zu einigen. Wichtige Meinungsverschiedenheiten bestehen sogar über das Problem der Anpassung.

Was die Konvertibilität anbelangt, verteidigten die Länder der EWG das Prinzip des Saldenausgleichs mit primären Währungsreserven (Sonderziehungsrechte, Gold), was die Länder mit Schlüsselwährungen hindern würde, ihr Defizit mit eigener Währung zu finanzieren, wie die Vereinigten Staaten dies bisher taten. Die Pflicht zur Umwandlung von Devisenguthaben wäre nicht absolut, sondern der Internationale Währungsfonds hätte darüber zu wachen, daß keine übermäßige Anhäufung der Devisen entsteht, und weiter würde er die Länder bezeichnen, die sie in Sonderziehungsrechte umwandeln müssen. Die Vereinigten Staaten zögern indessen, die dem Dollar zufallende Rolle als Schlüsselwährung zu opfern; sie möchten die Konversion von Devisen in Sonderziehungsrechte fakultativ gestalten oder von bilateralen Verhandlungen abhängig machen.

Zu Anfang dieses Sommers überlegten sich die Fachleute der EWG und der Vereinigten Staaten, ob ein multiples Währungsinterventionssystem, wie es im Rahmen der EWG angewendet wird, sowohl eine Aufrechterhaltung der Paritäten als gleichzeitig auch eine Lösung des

Konvertibilitätsprobleme gestatten würde. Die Zwanzigergruppe hat aber schon vor Nairobi darauf verzichtet, die technisch verwickelten Fragen eines solchen Systems näher zu prüfen. Von deutscher Seite wurde das Begehren vorgetragen, daß die Devisenanlagen der Zentralbanken bestimmten Regeln unterworfen werden sollen.

Über das Problem der Konsolidierung alter Devisenguthaben scheint noch nicht sehr viel gesprochen worden zu sein. Die Lösung wird von der in der neuen Währungsordnung einzuführenden Konvertibilität abhängen. Die gegenwärtige Arbeitshypothese soll darin bestehen, im Rahmen des Internationalen Währungsfonds einen dauernden oder vorübergehenden Substitutionsmechanismus zu errichten, der den verschiedenen Ländern die Umwandlung ihrer Devisenguthaben in Sonderziehungsrechte ermöglichen würde. Hier ergibt sich jedoch die Schwierigkeit, daß eine massive Umwandlung solcher Guthaben eine Wertverminderung der Sonderziehungsrechte nach sich ziehen würde, die der Funktionsfähigkeit der neuen Währungsordnung abträglich sein könnte. Die Amerikaner vermeiden es jedenfalls, von der Konsolidierung der Devisenguthaben zu sprechen. Sie erklären, die Wiederherstellung des Gleichgewichts ihrer Zahlungsbilanz werde dieses Problem lösen.

Mit Bezug auf den Mechanismus der Wechselkurse haben sich die Minister der Zwanzigergruppe im vergangenen März auf die Formel der fixen, aber anpassungsfähigen Paritäten geeinigt. Als Arbeitshypothese gelten Abweichungen von $2\frac{1}{4}\%$ beidseits der Parität. Jedoch die Tatsache, daß diese Marge ohne Änderung der Statuten des Internationalen Währungsfonds geändert werden könnte, und daß der Währungsfonds seinen Mitgliedern die Einführung schwankender Wechselkurse erlauben könnte, beunruhigt gewisse Länder der Europäischen Gemeinschaft, welche der Ansicht sind, das neue System begünstige in ungebührlicher Weise die Verbreitung flottierender Kurse.

Das Problem der gleichgewichtsstörenden Kapitalbewegungen ist ebenfalls noch nicht eingehend behandelt. Der Internationale Währungsfonds scheint aber alle von den Ländern üblicherweise gegen solche Kapitalbewegungen gerichteten Vorkehrungen (Marktspaltung, schwankende Kurse usw.) zu dulden. Er würde lediglich eine diskriminatorische Anwendung dieser Maßnahmen zu verhindern trachten.

Von den Sonderziehungsrechten wird angenommen, wie wir bereits gesehen haben, sie würden im neuen System eine entscheidende Rolle spielen. Darum sollen alle Bestimmungen, die ihre Verwendung einschränken, aus den Statuten des Internationalen Währungsfonds ausgemerzt werden. Abgesehen von Frankreich und Südafrika verteidigt niemand mehr die Aufrechterhaltung einer Verbindung zwischen dem Gold und den Sonderziehungsrechten. Die Diskussionen über das Gold sind voll Hintergedanken. Von den Vereinigten Staaten wird befürchtet, daß ein gänzlich freier Goldhandel rasch zur Entstehung eines neuen Goldpreises führe, und daß die-

ser Preis eine neue Relation zwischen dem Gold und den Währungen schaffe. Sie möchten schrittweise zu einer totalen Démonetisierung des gelben Metalls gelangen. Nach Auffassung der Mehrheit der Mitglieder der Zwanzigergruppe sollte der Wert der Sonderziehungsrechte dem Mittelwert der fünfzehn bedeutendsten Währungen entsprechen, während andere Mitglieder der Gruppe lediglich einige starke Währungen in Betracht ziehen möchten. Der Verzinsung der Sonderziehungsrechte kommt ganz besondere Bedeutung zu, weil sie maßgebend sein wird für den Entscheid der Länder, ob sie ihre Dollars behalten oder in Sonderziehungsrechte umwandeln wollen. Die Vereinigten Staaten tendieren darauf, den Ertrag der Sonderziehungsrechte möglichst niedrig zu lassen.

Der «Link» schließlich, das heißt die Verbindung zwischen der Schaffung von Sonderziehungsrechten und der Entwicklungshilfe, scheint prinzipiell von der Gesamtheit der Industrieländer zugelassen zu werden, mit Ausnahme der Vereinigten Staaten, deren Widerstand aber wohl eher taktisch als grundsätzlich ist. Zur Vermeidung inflatorischer Auswirkungen des «Link» wird in Aussicht genommen, daß die Schaffung von Sonderziehungsrechten nicht über die Liquiditätsbedürfnisse der Welt hinausgehen soll.

Alles in allem bleibt die Lage also recht ungewiß, denn über keinen der wichtigen Punkte ist bisher ein Einverständnis zustande gekommen.

Es erscheint verfrüht, jetzt schon die Ergebnisse der Versammlung von Nairobi zu beurteilen. An die Stelle der übertriebenen Zuversicht, die das Ministertreffen der Zwanzigergruppe gekennzeichnet hatte, ist nach der letzten Zusammenkunft der Stellvertreter ein zweifellos ebenfalls übertriebener Pessimismus getreten. Die Kompromißbereitschaft, die sich beim Zusammentritt des GATT in Tokio gezeigt hatte, wird wahrscheinlich auch in Nairobi zum Ausdruck kommen. Doch selbst, wenn es den Ministern gelingt, sich dort über einzelne Punkte zu verständigen, werden zahlreiche komplexe Probleme offen bleiben, deren Lösung große Anstrengung und viel Zeit erfordern wird.

Daß noch etwas Zeit verstreichen wird, scheint mir übrigens kein Unglück zu sein. Ich erachte es als vergebliche Mühe, daß man versucht, eine neue Währungsordnung einzuführen, bevor die wichtigste Währung, nämlich der Dollar, wieder tatsächlich stabil geworden ist und allgemeines Vertrauen genießt. Was die Mitglieder des Internationalen Währungsfonds schließlich auch für technische Modalitäten beschließen mögen, werden diese ihre Wirkung doch nur entfalten können, wenn die amerikanische Zahlungsbilanz insgesamt im Gleichgewicht bleibt, was im besonderen einen Überschuß der Ertragsbilanz erfordert, damit die für den Rest der Welt unentbehrlichen Kapitalexporte möglich sind. Dies wiederum läßt sich bloß verwirklichen, wenn die amerikanische Wirtschaft gesund und vom Virus der Inflation befreit ist. Leider sind wir von einer solchen Situation noch weit entfernt, stellte doch Professor Friedmann un-

längst in einem Artikel fest, daß die Vereinigten Staaten noch während wenigstens zwei Jahren mit der Inflation leben müßten... Diese Auffassung ist sicher pessimistisch, und möglicherweise werden wir schon in kürzerer Frist zu einer gewissen Wechselkursstabilität gelangt sein, selbst ohne den Übergang zu einer neuen Währungsordnung.

Schweizerische Lage

In dem Ihnen vor der Sitzung zugestellten Bericht haben Sie gelesen, daß die im Dezember des letzten Jahres ergriffenen Maßnahmen positive Wirkungen zu zeigen beginnen, namentlich im Bauwesen und vor allem auf dem Gebiete des Tiefbaus. Es sind Preisabschläge von 8 bis 10% bekannt geworden. Die Konkurrenz spielt besser als vorher, was sich auf die Submissionen auswirkt. Die Beschränkung des Kreditwachses sollte eine zunehmende Verlangsamung der Konjunktur zur Folge haben.

Im ersten Semester des laufenden Jahres hat die Krediterteilung von 72 großen und mittleren Banken bloß um rund 0,5 Milliarden Franken zugenommen, während sie in der Parallelperiode des Vorjahres um 6,2 Milliarden gestiegen ist. Im Juli hat sie sogar um zirka 900 Millionen Franken abgenommen. Diese Verminderung erklärt sich zum großen Teil mit dem Willen jener Banken, deren Kreditgewährung über die zulässige Quote hinausgegangen war, ihre Überschreitungen vor dem Stichtag des 31. Juli abzubauen.

Die Zuwachsrate der Bankkredite im Vergleich zum Vorjahr ist von Monat zu Monat geringer geworden. Von 11,1% Ende 1972 ist sie bis Ende März 1973 auf 9,9%, bis Ende Juni auf 7,5% und bis Ende Juli auf 6,3% gesunken. Damit hat sie die zulässige Vermehrung nur noch knapp überstiegen. Der ausgeprägteste Rückgang der Zuwachsraten betrifft die Debitorenkonti und die Vorschüsse an öffentlich-rechtliche Körperschaften. Ende Juli erreichte die Zunahme bei diesen Kreditarten bloß noch 3,5% beziehungsweise 6%. Im Gegensatz dazu haben die Steigerungsraten der Hypothekaranlagen nur unwesentlich abgenommen, indem sie sich von 11,3% Ende 1972 auf 9,4% Ende Juli 1973 zurückbildeten. Im übrigen war die Entwicklung der Zuwachsraten bei den verschiedenen Bankengruppen uneinheitlich.

Erst der Stand der Kredite von Ende August wird zeigen, in welchem Umfange die im Juli erfolgte Reduktion lediglich auf den Willen zu einer vorübergehenden Beseitigung des Überschusses zurückzuführen ist oder auf eine tatsächliche Verminderung, wie sie im ersten Halbjahr beobachtet werden konnte. Die entsprechenden Angaben werden Ende dieses Monats verfügbar sein. Es würde uns nicht überraschen, wenn die Kurve im August einen Wiederanstieg verzeichnete. Sollte dies der Fall sein, werden wir vielleicht die Wirksamkeit des Systems überprüfen müssen.

Die Kreditzusagen sind seit Anfang dieses Jahres ebenfalls beträchtlich zurückgegangen. Am Ende des zweiten Quartals von 1973 waren sie um 1737 Millionen Franken angestiegen, gegenüber 7326 Millionen Franken ein Jahr vorher.

Um die Härten des brüskten Überganges zu einer gesetzlichen Kreditbegrenzung zu mildern, hat die Nationalbank bei der Anwendung der Sanktionen eine gewisse Zurückhaltung an den Tag gelegt. Sie hat eine erste Einzahlung für die per Ende April bestehenden Kreditüberschreitungen verlangt, hat aber die einzuzahlenden Beträge auf einen Drittel der Überschreitungen beschränkt. Da sich diese auf 1,5 Milliarden Franken beliefen, betrug die Einzahlungen rund 500 Millionen Franken. Sie wurden einem Sonderkonto gutgeschrieben, wo sie laut gesetzlicher Vorschrift mindestens drei Monate, das heißt bis zum 20. September gesperrt blieben.

Ende Juli hatten 91 Institute ihre Quote überschritten. Die Überschreitungen erreichten 906 Millionen Franken, also bedeutend weniger als Ende April. Den Grund dafür haben wir bereits erwähnt. Bei 15 Banken machten die Überschreitungen mehr als 4% des zulässigen Höchststandes aus. Bei 11 Instituten ergaben sich Überschreitungen von mehr als 6%. In diesen letzteren Fällen sind die Überschreitungen größer als der zulässige jährliche Zuwachs.

Es liegt auf der Hand, daß der Abbau der Überschreitungen den auf langfristige Kredite spezialisierten Instituten mehr Mühe bereitet als jenen Banken, die üblicherweise kurzfristige Kredite gewähren. Diesem Umstand ist von der Nationalbank Rechnung getragen worden. Sie hat zwar verlangt, daß ein der gesamten Überschreitung von Ende Juli entsprechender Betrag auf Sonderkonto blockiert wird, hat aber den auf langfristigen Kredit spezialisierten Instituten, also den Banken und Sparkassen, deren Hypothekarkredite und Vorschüsse an öffentlich-rechtliche Körperschaften mehr als 50% der Bilanzsumme ausmachen, zugestanden, lediglich die Hälfte des überschreitenden Betrages einzahlen zu müssen. Die Guthaben auf Sonderkonto dürften sich im gesamten auf eine halbe Milliarde Franken belaufen. Die Einzahlungen der Banken auf Sonderkonto sollten die Rückzahlungen ausgleichen, welche nach dreimonatiger Blockierung jenen Instituten gutgeschrieben werden, die ihre Überschreitungen ganz oder teilweise abgetragen haben. Obwohl diese Bewegungen die Gesamtliquidität des Bankensystems kaum verändern, werden sie sich günstig oder ungünstig auf die Lage einzelner Institute auswirken. Es sei noch ausdrücklich darauf hingewiesen, daß die den auf langfristige Ausleihungen spezialisierten Banken gewährte Erleichterung keinen Präzedenzfall bildet.

Am 31. Juli ist die erste Phase der gesetzlichen Kreditbegrenzung abgelaufen. Bekanntlich dauert aber die Überhitzung an. Die Geldmenge, das heißt die Zahlungsmittel im Besitz der Nichtbanken, ist immer noch zu groß. Deshalb muß die Geldschöpfung durch die Banken weiterhin beschränkt werden. Im Einvernehmen mit dem

Bundesrat hat die Nationalbank beschlossen, den Kreditzuwachs im Zeitraum vom 1. August 1973 bis zum 31. Juli 1974 auf 6% des am 31. Juli 1972 zulässigen Kreditstandes zu limitieren. Das sind rund 6,5 Milliarden Franken. Hievon gelangen die am 31. Juli 1973 bestehenden Überschreitungen in Abzug.

Außerdem hat die Nationalbank den Zuwachs von 6% erhöht um einen Globalbetrag von 500 Millionen Franken für die Vermeidung gewisser Härten. Sie tat dies mit Rücksicht darauf, daß zahlreiche Banken, die im Jahre 1972 beträchtliche Kreditzusagen erteilten, nur mit großer Mühe die Beschränkungen einhalten können und sich außerstande sehen, irgendwelche Kredite zu erteilen. Der Zusatzbetrag soll die Kreditversorgung erleichtern in den Gebieten, die hauptsächlich auf die Kantonalkassen angewiesen sind. Er ist dazu bestimmt, unaufschiebbare Infrastrukturaufgaben und den Bau subventionierter Wohnungen zu finanzieren. Die aufgrund dieses Betrages verfügbaren Zusatzquoten müssen sich auf Kredite beziehen, die bis zum 31. Juli 1974 tatsächlich in Anspruch genommen werden. Somit sollte ein erheblich über 500 Millionen Franken liegendes Bauvolumen ermöglicht werden. Grundsätzlich ist die Gewährung einer Zusatzquote an die Bedingung gebunden, daß ein Teil der in Betracht fallenden Finanzierung zu Lasten der ordentlichen Zuwachsquote der Bank erfolgt. Bei der Erteilung einer Zusatzquote wird die wirtschaftliche Lage des Gebietes ebenfalls in Betracht gezogen. Für die Prüfung der Gesuche um Erteilung einer Zusatzquote hat der Bundesrat eine Kommission bezeichnet, welcher verschiedene Mitglieder der Bundesversammlung angehören. Dadurch wird die politische Bedeutung des Problems unterstrichen. Die Nationalbank gewährt die Zusatzquoten auf Antrag der Kommission.

Die Beschränkung der Bankkredite wird ergänzt durch die Tätigkeit der Kommission, welche den Zeitpunkt und die Höhe der Emissionen festsetzt. Sie trägt dazu bei, den Rhythmus und den Umfang der öffentlichen sowie privaten Investitionen zu bremsen. Bund, Kantone und Gemeinden sind gezwungen, ihre Finanzpläne zu überprüfen und ihre Arbeiten zeitlich zu staffeln. Das gleiche gilt für bestimmte Investitionen, die von der privaten Wirtschaft finanziert werden, selbst wenn sie – wie die Elektrizitätsunternehmen, Kernkraftwerke oder Gasfabriken – vordringlich sind.

Wenn der Bankrat im Dezember zu seiner nächsten ordentlichen Sitzung zusammentritt, werden sich Volk und Stände über den Bundesbeschluß vom 20. Dezember 1972 ausgesprochen haben. Die Aufrechterhaltung dieser Bestimmungen ist unentbehrlich, wenn wir positive Ergebnisse erzielen wollen. Zu solchen Resultaten zu gelangen, ist in einem einzelnen Jahr unmöglich, weil die

Maßnahmen erst getroffen wurden, als die Inflation bereits voll im Gang war. Daß die Anwendung der Beschlüsse auch Härten und Schwierigkeiten verursacht, ist nicht zu vermeiden, ja sogar nötig. Die Wiederherstellung einer weniger inflatorischen Lage geht nicht ohne Opfer vor sich. Leider läßt sich auch nicht vermeiden, daß die Opfer ungleich verteilt sind. Das angestrebte Ziel ist aber für die Weiterdauer unseres Wirtschaftssystems und unserer politischen Struktur so wichtig und so grundlegend, daß Unannehmlichkeiten in Kauf zu nehmen sind.

Wir müssen uns im klaren sein: Wird der Bundesbeschluß von der Mehrheit des Volkes und der Stände verworfen, so werden die Marktkräfte einen spürbaren Zinsanstieg bewirken. Es wird Sie interessieren zu erfahren, daß sich die Emissionskommission in ihrer letzten Sitzung mit 51 Anleihen im Totalbetrag von 2,1 Milliarden Franken zu befassen hatte, die für die letzten drei Monate dieses Jahres zur Emission angemeldet worden waren. Die Kommission hat der Ausgabe von 40 Anleihen im Betrag von 950 Millionen zugestimmt. Darunter befand sich eine Bundesanleihe von 200 Millionen Franken. Dank diesen Reduktionen kann auf lange Sicht ein übermäßiger Zinsanstieg verhindert werden. Ohne die Beschlüsse der Kommission würde das Zinsniveau rasch viel stärker gehoben. Eigentlich ist es ja kaum normal, daß die Zinssätze hinter der Teuerungsrate von 8% zurückbleiben. Aber die Beweggründe für unsere Zinspolitik sind Ihnen bekannt.

Falls der Kreditbeschluß verworfen wird, bleibt der Nationalbank nur übrig, die ihr zustehenden geldpolitischen Mittel anzuwenden, namentlich die Offenmarktpolitik und die Diskontsatzpolitik. Die Finanzierung der Monats-, Quartals- und Jahresenden wird in erster Linie durch den Markt zu erfolgen haben. All das wird sich notwendigerweise auf den Zinssatz und den Wechselkurs auswirken. Das System schwankender Wechselkurse, bei dem die Nationalbank nicht am Devisenmarkt eingreift, würde uns ermöglichen, diese Politik mit der erforderlichen Strenge anzuwenden. Dieses düstere Bild soll keine Drohung darstellen. Es zeigt lediglich die tatsächliche Lage, in der sich die Nationalbank gegebenenfalls befinden würde. Ich bin indessen überzeugt, daß Volk und Stände wie in der Vergangenheit verstehen werden, das allgemeine Interesse vor ihre Sonderinteressen zu stellen.

Das Direktorium würde gerne erfahren, wie die Mitglieder des Bankrates, namentlich die mit der Exportindustrie verbundenen Herren, die Wettbewerbssituation der Schweiz bei den gegenwärtigen Devisenkursen beurteilen. Es würde sich auch für die Beurteilung der Abstimmung vom 2. Dezember interessieren.

2. Teil

Die weltwirtschaftlichen Entwicklungstendenzen

Die bereits im Frühjahr verzeichnete Nachfrageexpansion dauerte im Laufe der Sommermonate fort. In zahlreichen wichtigen Industrieländern begann der Aufschwung an die Grenzen des vorhandenen Wachstumspotentials zu stoßen. Zunehmende Ausschöpfung der Produktionskapazitäten, spürbar werdende Verknappung des Arbeitskräfteangebotes sowie auftretende Engpässe in der Versorgung mit Rohstoffen und Halbfabrikaten scheinen in einigen Volkswirtschaften den Rhythmus des realen Wachstums etwas gedämpft zu haben. Das Sekretariat der OECD hatte zu Beginn dieses Sommers den Zuwachs des realen Bruttosozialproduktes für 1973 in allen Mitgliedsländern noch auf etwas über 7%, in der EG und in den übrigen europäischen Ländern auf 6%, in den Vereinigten Staaten auf 7¼% und in Japan auf 13½% geschätzt. Neuere Prognosen liegen noch nicht vor, doch könnten die effektiven Zuwachsraten des laufenden Jahres möglicherweise etwas unter diesen Schätzwerten liegen, da in verschiedenen Ländern die Wachstumsgrenzen offensichtlich rascher als erwartet erreicht wurden.

Kräftige Impulse gingen im allgemeinen weiterhin von der privaten Konsumnachfrage aus. Zum Teil dürfte die wachsende Inflationsmentalität dazu beigetragen haben. Mit einigen Ausnahmen bewegten sich auch die Investitionsaufwendungen der Industrie auf hohem Niveau. In den meisten europäischen Ländern trug jedoch vor allem die starke Zunahme der Auslandsnachfrage maßgeblich zur Fortdauer des Konjunkturaufschwunges bei.

Der weltweite Nachfrageüberhang hat in praktisch allen Ländern die bereits bestehenden Preisauftriebstendenzen weiter verstärkt. Die stark expansive Nachfrageentwicklung erleichterte die Überwälzung höherer Kosten als Folge von Lohn- und Preissteigerungen wie auch von Wechselkursänderungen auf die Käufer im In- und Ausland. In ganz besonderem Maße ist aber die Preissteigerung durch die jüngsten Entwicklungen an den internationalen Märkten für landwirtschaftliche Erzeugnisse – insbesondere Nahrungsmittel – und Rohstoffe beschleunigt worden. Das Zusammentreffen einer Reihe von Faktoren, wie Mißernten, streikbedingte Produktionsausfälle, gleichzeitiger Wiederaufbau von in den vergangenen Jahren auf ein Minimum reduzierten Lagerbeständen in mehreren Ländern, staatliche Förderung von Rohwarenimporten aus zahlungsbilanzpolitischen Überlegungen, hat an den Rohwarenmärkten zu einer Preishausse geführt, wie sie in dieser Breite wohl noch kaum je zu verzeichnen war. So sind von Januar bis Juli 1973 die Preise für Wolle um 35%, für Blei um 60%, für Baumwolle, Kautschuk und Kupfer um 100%, für Kakao um 120% sowie Zink um 160% gestiegen. Verglichen mit dem Stand von Ende Juni 1972 hat sich der Reuter-Index der Rohwarenpreise fast verdoppelt.

Die Übertragung dieser Hausse auf die Preise der Fertigfabrikate ist noch in vollem Gange. Die Großhandelspreisindizes haben darauf bereits mit einem starken Anstieg reagiert. Bei den Konsumentenpreisindizes dürften die von dieser Entwicklung ausgehenden Auftriebsimpulse noch während einiger Zeit zu spüren sein. Dieser zusätzliche internationale Inflationsfaktor erschwert die Teuerungsbekämpfung außerordentlich, weil er sich Maßnahmen auf nationaler Ebene weitgehend entzieht. Nur ein rascher Abbau des inflatorischen Nachfrageüberhangs in allen wichtigeren Industrieländern könnte eine baldige Normalisierung der Preisverhältnisse an den internationalen Märkten ermöglichen. Die Entwicklung in diesem Bereich zeigt, wie dringend notwendig eine engere Kooperation aller führenden Wirtschaftsnationen zur Eindämmung der inflatorischen Expansionstendenzen und zur Rückkehr zu einem ruhigeren und ausgeglicheneren wirtschaftlichen Wachstum wäre.

Zahlreiche Länder waren bisher bemüht, die sich beschleunigende Inflationsentwicklung auf dem Wege direkter Preiskontrollen, zum Teil ergänzt durch einkommenspolitische Maßnahmen, einzudämmen. Dadurch sollten vor allem kumulative, die allgemeine Aufwärtsbewegung zu übermäßigen Aufschlägen ausnützende Preiserhöhungen verhindert werden. Die Erfahrungen, die in diesem Bereiche bisher gemacht wurden, sind im großen und ganzen nicht sehr ermutigend. Fundamentale Preisentwicklungen, wie diejenigen bei Agrarprodukten und Rohstoffen, lassen sich auf diesem Wege keinesfalls aufhalten, sondern höchstens verlangsamen, und auch das wohl meist nur temporär.

Im weiteren konzentrierten sich die Maßnahmen zur Eindämmung der Konjunkturüberhitzung, die in einzelnen Ländern bisher getroffen worden sind, vorerst noch fast ausschließlich auf solche monetärer Art. Der unterschiedlich restriktive Kurs der Geld- und Kreditpolitik in der Bundesrepublik Deutschland, in Frankreich, Japan und in den USA war von einem starken Ansteigen der kurzfristigen Zinssätze in fast allen Ländern sowie auch am Euromarkt gefolgt. Neben binnenwirtschaftlichen konjunkturpolitischen Überlegungen spielte dabei, so insbesondere in Großbritannien und bis zu einem gewissen Grade auch in den USA, die Rücksicht auf die Zahlungsbilanz- und Wechselkursentwicklung eine Rolle. Soweit die Zinssatzsteigerungen nicht von einer spürbaren Verknappung der verfügbaren Finanzierungsmittel und einer wirksamen Eindämmung der effektiven Nachfrage begleitet sind, dürften sie die Tendenzen zu kostenbedingten Preisanpassungen zunächst eher noch begünstigen. Es fragt sich daher, ob die gegenwärtig in mehr oder weniger allen Ländern herrschenden starken Expansions- und Inflationstendenzen durch monetäre Vorkehrungen allein wirksam eingedämmt werden können.

Da verschiedene Länder erst seit kurzem eine rezessive Konjunkturphase, verbunden mit zum Teil erheblicher Unterbeschäftigung, überwunden haben, begegnen Vorschläge zu drastischeren und umfassenderen Bremsmaßnahmen vorerst allerdings großer Zurückhaltung. Dazu scheint die Erwartung vorzuherrschen,

daß sich der derzeitige Aufschwung vor allem in den Vereinigten Staaten im kommenden Jahr ohnehin abschwächen werde und daß sich damit auch die noch vorhandenen Auftriebskräfte in den meisten übrigen Industrieländern verlangsamen dürften. Schärfere Dämpfungsmaßnahmen könnten, so wird offenbar befürchtet, einen Konjunkturrückschlag auslösen, der über die angestrebte Stabilisierung auf Vollbeschäftigungsniveau hinausginge. Ob auf diese Weise indessen die sich weltweit in bedrohlicher Weise beschleunigende Inflation aufgehalten werden kann, erscheint eher zweifelhaft.

Die folgenden Darlegungen gelten der wirtschaftlichen Entwicklung in einigen der wichtigeren Industrieländern während der letzten Monate.

In den *Vereinigten Staaten* scheint der konjunkturelle Aufschwung etwas von seiner Dynamik eingebüßt zu haben. Noch läßt sich jedoch nicht eindeutig feststellen, ob der jüngste Zyklus seinen Höhepunkt bereits überschritten hat oder ob die Verlangsamung nicht eher darauf zurückzuführen ist, daß die Nachfrageexpansion die Grenzen der Produktions- und Angebotskapazitäten erreicht hat. Das Wachstum der industriellen Produktion hat sich etwas verflacht. Deutlicher ist die Abschwächung im Wohnungsbau, was teils mit einer gewissen Marktsättigung, teils mit der Erhöhung der Zinskosten zusammenzuhängen scheint. Die industrielle Investitionstätigkeit ist sehr regé. Bemerkenswert ist sodann die starke Zunahme der Exporte. Im 2. Quartal war die Ausfuhrmenge um 24% größer als im gleichen Zeitraum des Vorjahres. Die Zuwachsrate des Bruttosozialproduktes ging von 8,7% p.a. im ersten Quartal auf 2,4% p.a. im zweiten zurück.

Der Preisanstieg dauert trotz aller Bemühungen der Administration unvermindert an. Der Index der Konsumentenpreise lag im Juli um 5,7% über dem Vorjahresstand. Die Überhöhung war fast ausschließlich auf die Verteuerung der Nahrungsmittel zurückzuführen. Der Index der Großhandelspreise zeigte in den letzten drei Monaten eine außerordentlich starke Zunahme von gegen 30%. Der amerikanische Präsident verfügte nach einem Preisstopp von 60 Tagen auf den 12. August den Übergang zur Phase IV der Preiskontrolle. Preiserhöhungen sind unter diesem Regime nur noch soweit gestattet, als sie durch echte Kostensteigerungen begründet werden können. Für den Erfolg der amerikanischen Inflationsbekämpfungspolitik wird von entscheidender Bedeutung sein, ob der Lohnanstieg im vorgesehenen Rahmen gehalten werden kann. Die Gewerkschaften bewiesen in den vergangenen Monaten eine bemerkenswerte Zurückhaltung in ihren Lohnforderungen. Die Administration bemühte sich ihrerseits gegenüber dem Kongreß um eine straffere Kontrolle über die Ausgaben des Bundeshaushaltes. Die Währungsbehörden haben im Verlaufe des Sommers eine restriktivere Geld- und Kreditpolitik eingeschlagen und dabei ein Ansteigen der kurzfristigen Zinssätze auf Rekordhöhe in Kauf genommen.

Auch die reale Zuwachsrate des Bruttosozialproduktes *Großbritanniens* ist im 2. Quartal (+3%) kleiner ausge-

fallen als im ersten Vierteljahr (+6,5%). Dies dürfte vor allem eine Folge ausgedehnter Streiks in der Stahl- und Automobilindustrie sowie einer Abschwächung der privaten Konsumausgaben nach Einführung der Mehrwertsteuer gewesen sein. Die Investitionstätigkeit der Industrie, die Lagerbildung der Unternehmungen wie auch die Exporte hielten sich auf beachtlichem Niveau. In gewissen Zweigen, insbesondere im Baugewerbe, machten sich akute Überhitzungserscheinungen bemerkbar. Die Zahl der Arbeitslosen ging weiter zurück. Bei qualifizierten Arbeitskräften war teilweise ein ausgesprochener Mangel festzustellen. Der Preisauftrieb hat sich deutlich verstärkt. Dazu trug neben den binnenwirtschaftlichen Inflationstendenzen insbesondere die durch den Kursrückgang des Pfundes noch verstärkte Hausse der Importpreise, namentlich für Rohstoffe und Nahrungsmittel, bei. Der Index der Konsumentenpreise wies im Juli einen Anstieg um 9,4% gegenüber dem Vorjahr auf. Die Lohn-einkommen der Unselbständigen nahmen im gleichen Zeitraum um rund 16% zu. Die Regierung ist seit einiger Zeit darum bemüht, eine tragbare Lösung für die 3. Phase ihrer Preis- und Einkommenspolitik, die Anfang Oktober in Kraft treten soll, zu finden. Sie führte zu diesem Zwecke mit Arbeitgebern und Gewerkschaften intensive Verhandlungen. Im übrigen erklärte sie, die Verwirklichung einer realen Wachstumsrate von 5% sei weiterhin ihr Ziel. Die ungünstige Entwicklung von Zahlungsbilanz und Wechselkurs zwang die Notenbank in den Sommermonaten zu einer restriktiveren Geld- und Kreditpolitik unter kräftiger Anhebung der Zinssätze. Es wird sich weisen müssen, ob die beschleunigte Preissteigerung und die Verschlechterung der «Terms of Trade» sowie der Ertragsbilanz nicht eine noch stärkere Eindämmung der Auftriebskräfte erfordern werden.

In der *Bundesrepublik Deutschland* hielt der Konjunkturaufschwung in den vergangenen Monaten im wesentlichen unvermindert an. Das reale Bruttosozialprodukt nahm in der ersten Jahreshälfte 1973 um 6,5% zu. Der Index der industriellen Produktion lag im Juni 1973 um 9,5%, in der Investitionsgüterindustrie allein sogar um 12,4% über dem Vorjahresstand. Der Auftragseingang blieb weiterhin lebhaft. Die Aufträge aus dem Inland nahmen in den ersten sieben Monaten um durchschnittlich 17% und in der Investitionsgüterindustrie allein um 22% zu. Die Aufträge aus dem Ausland stiegen trotz Währungsunsicherheit und erheblicher Aufwertung der D-Mark mit rund 40% sogar noch erheblich stärker. Im Baugewerbe zeigten sich allerdings, wohl zum Teil als Folge der zunehmenden Kreditverknappung und -verteuerung, Zeichen einer gewissen Abschwächung.

Der Preisauftrieb setzte sich fort. Die jährliche Zuwachsrate der industriellen Erzeugerpreise erhöhte sich von 4,3% im Dezember 1972 auf 7,2% im Juli 1973. Bei den Konsumentenpreisen erreichte die jährliche Zunahme 7,9% im Juni und 7,2% im Juli, wobei die leichte Abschwächung im Juli auf Sonderfaktoren zurückzuführen sein dürfte. Die Tariflöhne in der Industrie lagen im Juni 10,1% über dem Vorjahresstand. Die Effektivlöhne nahmen im Durchschnitt um rund 13% zu, da die Arbeitnehmer in verschiedenen Branchen mit mehr oder weni-

ger Druck außertarifliche Sonderzulagen durchsetzen konnten. In einzelnen großen Unternehmungen wurden außergewerkschaftlich wilde Streiks zur Durchsetzung von massiven Lohnforderungen durchgeführt. Die Lage am Arbeitsmarkt hat sich durch diese Entwicklung erheblich zugespitzt.

Die Bundesbank führte ihren restriktiven Kurs in den vergangenen Monaten im wesentlichen weiter. Die verschiedenen Maßnahmen (Erhöhung der Mindestreserven auf Auslandsverbindlichkeiten, Suspendierung der Gewährung von Lombardkrediten, Emission einer zweiten Tranche der Stabilitätsanleihe) führten Ende Juli zu einer starken Verknappung der Bankenliquidität. Der Satz für Tagesgeld stieg dadurch teilweise auf 40%. Auch die Rendite der inländischen Obligationen kletterte auf über 10%. In der Folge ging die Bundesbank zu einer etwas flexibleren Politik über, um eine allzustarke Liquiditätsklemme und extreme Ausschläge bei den kurzfristigen Zinssätzen zu vermeiden. Die Ausweitung des Geld- und des Kreditvolumens hat sich inzwischen deutlich verlangsamt.

Nach der raschen Expansion in den vergangenen Monaten scheinen in jüngster Zeit gewisse Anzeichen auf eine leichte Abschwächung der Auftriebskräfte in *Frankreich* hinzuweisen. Es dürfte dies vornehmlich auf Kapazitätsengpässe zurückzuführen sein, die in verschiedenen Bereichen auftraten. An qualifizierten Arbeitskräften besteht ein ausgesprochener Mangel. Da die Aufträge aus dem In- und namentlich auch aus dem Ausland weiterhin reichlich eingingen, stieg in den meisten Industrien der Auftragsbestand.

Der Preisanstieg beschleunigte sich in den vergangenen Monaten. Die anfangs des Jahres durchgeführte Herabsetzung der Mehrwertsteuer vermochte den Anstieg der Lebenshaltungskosten nur für kurze Zeit aufzuhalten. Im Juni und Juli lagen die Einzelhandelspreise je um 7,4% über dem Vorjahresstand; die Teuerung war bei den Industriegütern und Nahrungsmitteln sogar noch wesentlich stärker. Kräftig haben auch die Löhne zugenommen. Sie lagen im Juli um 13,8% über dem Vorjahresstand.

Die französische Regierung setzte ihre im Frühsommer eingeleitete vorsichtige Dämpfungspolitik fort. Die restriktivere Geld- und Kreditpolitik soll die Inflation eindämmen, ohne jedoch das wirtschaftliche Wachstum zu beeinträchtigen. Anfangs Juli wurde der Diskontsatz um 1% auf 8,5% erhöht. Gleichzeitig wurden die Mindestreservesätze angehoben und die bereits früher eingeführte maximale Kreditwachstumsrate weiter verringert. Anfangs August erfolgte eine weitere Erhöhung des Diskontsatzes auf 9,5%.

In *Italien* verstärkte sich in den letzten Monaten der nach längerer Stagnation in Gang gekommene Aufschwung. Die industrielle Produktion nahm seit April deutlich zu. Damit verbesserte sich zugleich der bisher sehr unbefriedigende Grad der Kapazitätsauslastung. Der Aufschwung war vor allem eine Folge der steigenden

Binnennachfrage, doch nahmen in den letzten Monaten auch die Exporte kräftig zu. In den Monaten Mai und Juni erreichte die Steigerung der Exportwerte gegenüber den Vorjahreswerten rund 25%. Noch wesentlich stärker wuchsen allerdings gleichzeitig die Importe. Der Preisanstieg setzte sich in beschleunigtem Rhythmus fort. Im Juli und August lag der Index der Lebenshaltungskosten um jeweils 11,1% über dem Vorjahresstand. Die Großhandelspreise wiesen eine nahezu doppelt so große Erhöhung (19,6%) auf.

Als Hauptziel ihrer Wirtschaftspolitik bezeichnete die anfangs Juni neu gebildete Regierung die Rückgewinnung der wirtschaftlichen Stabilität. Sie verfügte als erstes einen selektiven Preisstopp für die Dauer von drei Monaten, der sich vor allem auf die Grundnahrungsmittel erstreckte. Im weiteren wurde für Bankkredite an industrielle Großkunden und an alle übrigen Wirtschaftssubjekte eine maximale jährliche Zuwachsrate von 12% festgelegt. Schließlich hat die Banca d'Italia Mitte September den Diskontsatz erhöht und die Bedingungen für die Beanspruchung des Notenbankkredites verschärft. Von großer Bedeutung für die weitere Entwicklung wird das Ergebnis der bevorstehenden zentralen Lohnverhandlungen sein.

In *Belgien* und in den *Niederlanden* dauerte der Konjunkturaufschwung an. In beiden Ländern ging der Hauptimpuls von der überaus starken Auslandsnachfrage aus. Während sich in Belgien gewisse Überhitzungserscheinungen bemerkbar machten, scheint in Holland die Wirtschaft im großen und ganzen im Gleichgewicht zu sein, ja teilweise noch Arbeitslosigkeit aufzuweisen. Gemeinsam sehen sich beide Länder einem immer stärker werdenden Preis- und Lohnauftrieb gegenüber. Die belgischen Behörden haben deshalb eine restriktivere Geld- und Kreditpolitik eingeschlagen, wobei u. a. eine Kreditwachstumsbegrenzung mit den Banken vereinbart wurde. Die holländische Notenbank begnügte sich bisher mit etwas weniger weitreichenden Maßnahmen. Der weltweite Konjunkturaufschwung griff in den letzten Monaten vermehrt auch auf die skandinavischen Länder über. In *Schweden* vermochte allerdings die wachsende Auslandsnachfrage bisher die bereits beinahe zwei Jahre dauernde Stagnation nicht eindeutig zu überwinden.

Die Wirtschaft *Kanadas* entwickelte sich in unvermindertem Rhythmus. Das reale Bruttosozialprodukt wies eine Zuwachsrate von 7% p.a. auf. Außer von der inländischen Konsumnachfrage und den industriellen Investitionen gingen kräftige Auftriebsimpulse auch von den Exporten aus. Die Arbeitslosigkeit bildete sich im Sommer von 7% im Vorjahr auf 5% zurück. Der Anstieg der Konsumentenpreise erreichte im Juni 8,1% p.a. Mit Rücksicht auf die in einzelnen Provinzen immer noch relativ hohe Zahl der Arbeitslosen sah die Regierung bisher von einschneidenden Konjunkturdämpfungsmaßnahmen ab.

In *Japan* stieß der Konjunkturaufschwung während der vergangenen Monate in zunehmendem Maße auf Kapazitätsengpässe. Überlastung des Produktionspotentials,

Mangel an Arbeitskräften und Schwierigkeiten wegen Umweltschutzbedingungen verlangsamten das bisherige Expansionstempo und beschleunigten den inflatorischen Lohn- und Preisaufrtrieb. Die Teuerung erreichte im Juli, gemessen am Index der Konsumentenpreise, 11,5%. Die Regierung begegnete den Überhitzungserscheinungen durch eine restriktive Geld- und Kreditpolitik, durch Begrenzung der Ausgaben der öffentlichen Hand sowie eine Liberalisierung der Importe.

Das internationale Währungsgeschehen

Das internationale Währungsgeschehen der vergangenen Monate stand im Zeichen außerordentlich starker Wechselkurschwankungen, neben denen sich die im «Smithsonian Agreement» vom Dezember 1971 nach längeren Verhandlungen vereinbarten Kursanpassungen fast bescheiden ausnehmen. Der Kurs des Dollars ging gegenüber den gemeinsam flottierenden EG-Währungen sowie anderen europäischen Währungen, wie dem Schweizerfranken, von Mitte Mai bis Ende Juli um zwischen 9% und 12% bzw. gegenüber der D-Mark als Folge der Aufwertung von Ende Juni um 17% zurück. Nur gering waren demgegenüber die Kursbewegungen des Dollars im Verhältnis zum japanischen Yen und kanadischen Dollar. Anfang August erholte sich der Dollar gegenüber den erwähnten europäischen Währungen unerwartet rasch. Innerhalb von acht Tagen wurde die Kursschwäche vom Juni und Juli wieder nahezu wettgemacht. Erneut erreichten die Kursveränderungen innerhalb kurzer Zeit einen Umfang von rund 8%.

Noch ist die zeitliche Distanz zu diesen Fluktuationen zu gering, als daß ihre Folgen auf die zwischenstaatlichen Wirtschaftsbeziehungen schon einigermaßen zuverlässig beurteilt werden könnten. Sicherlich hat jedoch diese Entwicklung an den Devisenmärkten zu beträchtlichen Verzerrungen in den Kursrelationen zwischen mehreren führenden Industrieländern geführt. Berechnungen der vergleichswisen Kaufkraftparitäten ergeben derart auffällige Abweichungen gegenüber den am Markt gebildeten Wechselkursen, daß selbst unter Berücksichtigung der begrenzten Aussagekraft solcher Kaufkraftvergleiche kaum bezweifelt werden kann, daß gewisse Währungen zu den derzeitigen Marktkursen eindeutig unter- bzw. überbewertet sind. Noch sind kaum irgendwelche sichtbaren Auswirkungen auf die internationalen Wettbewerbsverhältnisse festzustellen. Die weltweite Nachfrageexpansion und die inflatorische Preishausse haben diese Effekte bisher vermutlich abgeschwächt, indem eingetretene Kursveränderungen zum Teil auf die Preise überwältigt werden konnten. Mit einem Nachlassen des Booms dürfte jedoch die Angemessenheit der Kursrelationen wieder größeres Gewicht erhalten. Diese Frage könnte dann sehr wohl zu einem zentralen Problem der internationalen Währungsdiskussion werden. Wie problematisch das «Floaten» führender Weltwährungen sich auf die Dauer auswirkt, geht im übrigen aus den Anstrengungen der führenden internationalen Tarif-

und Frachtenkonferenzen hervor, für ihre ausgedehnten Transaktionen einen Ersatz für den bisher als Berechnungsbasis und Wertmaßstab dienenden Dollar zu finden.

Der Kurszerfall des Dollars, der im Juni und Juli gegenüber den maßgeblichen europäischen Währungen eintrat, reflektierte zunächst vor allem die besonders starke Haltung der D-Mark. Die konsequent restriktive Geld- und Kreditpolitik, welche die deutschen Behörden zur Eindämmung der konjunkturellen Überhitzung eingeschlagen hatten, ließ die Geldmarktsätze in der Bundesrepublik zeitweise überaus stark ansteigen. Vorübergehend wurden zur Überbrückung kritischer Termine Sätze bis zu 40% bezahlt. Angesichts derartiger Zinsen verblieb zufließenden ausländischen Geldern selbst unter Berücksichtigung der Bardepotpflicht noch eine attraktive Rendite. Beträchtliche ausländische Mittel fanden wegen der hohen Zinserträge deutscher Wertpapiere sodann auf dem Wege über sogenannte Koffergeschäfte Zugang in auf deutsche Währung lautende Anlagen. Der daraus resultierende Anstieg des D-Mark-Kurses und die gleichzeitig registrierten wachsenden Handelsbilanzüberschüsse der Bundesrepublik verstärkten zudem die Spekulation auf eine weitere Aufwertung der D-Mark. Die D-Mark zog bei ihrer Aufwärtsbewegung die Kurse der übrigen mit ihr in der sogenannten «Schlange» verbundenen EG-Währungen sowie auch die ihr auf Grund der engen wirtschaftlichen Beziehungen bis zu einem gewissen Grade attachierten Währungen der Schweiz und Österreich in die Höhe. Unter den EG-Währungen führte der außerordentlich starke Auftrieb des D-Mark-Kurses zu starken Spannungen und machte entsprechend ausgedehnte Interventionen erforderlich, um die Kurse innerhalb der «Schlange» halten zu können. Die Bundesrepublik sah sich schließlich veranlaßt, am 29. Juni die D-Mark gegenüber den übrigen gemeinsam flottierenden EG-Währungen um 5½% aufzuwerten.

Als Spiegelbild der von der D-Mark angeführten Befestigung der genannten europäischen Währungen fiel der Kurs der frei flottierenden Währungen, insbesondere des US-Dollars. Das Fehlen jeglicher Marktpflege hatte zur Folge, daß der in Gang gesetzte Kurstrend über den Bereich üblicher Kursschwankungen erheblich hinausging. Entgegen gewissen Theorien sorgte der Devisenmarkt keineswegs von selbst für die Herstellung eines Gleichgewichtskurses, weil ihm offensichtlich zuverlässige objektive Beurteilungskriterien fehlten, oder er sich vornehmlich von gefühlsbetonten Erwägungen leiten ließ.

Erst nachdem im Anschluß an das Treffen der Notenbankgouverneure bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) in der ersten Julihälfte Interventionen sowohl seitens der Vereinigten Staaten als auch europäischer Länder sowie eine substantielle Erweiterung der bilateralen Swap-Limiten des amerikanischen Notenbanksystems mit mehreren führenden Industrieländern als Basis für die Durchführung amerikanischer Kursstützungsoperationen bekanntgegeben wurden, bahnte sich eine allmähliche Wende an.

Die Vereinigten Staaten unterstützten diese Kursstabilisierungspolitik, indem sie das rasche Anziehen der kurzfristigen Zinssätze in ihrem Lande nicht nur hinnahmen, sondern durch eine restriktivere Geldpolitik und Nachziehen des offiziellen Diskontsatzes sekundierten. Tatsächlich stiegen private Geldmarktsätze und offizieller Diskontsatz in den USA auf eine in der ganzen Nachkriegszeit noch nie erreichte Höhe. Die entscheidende Umkehr an den Devisenmärkten erfolgte jedoch erst Anfang August, als eine wesentliche Verbesserung der amerikanischen Zahlungsbilanz im 2. Quartal und insbesondere der Handelsbilanz bekannt wurde. Parallel zur Zinssatzverteuerung in den USA – aus unterschiedlichen Gründen folgte eine Reihe anderer Länder dem gleichen Trend – sorgte die Bundesbank Ende Juli für eine Entspannung der Liquiditätsslage in der Bundesrepublik, so daß sich die außergewöhnlich hohen deutschen Geldmarktsätze sehr rasch auf ein normales Niveau zurückbildeten und der Druck auf den Dollar-D-Mark-Kurs nachließ.

Das Zusammenspiel dieser verschiedenen Faktoren hatte zur Folge, daß der Kurs des Dollars innert sehr kurzer Zeit kräftig anzog und Mitte August im Verhältnis zu den gemeinsam flottierenden EG-Währungen und zum Schweizerfranken annähernd wieder den Stand von Anfang Juni erreicht hatte. In den folgenden Wochen erfuhren diese Kursrelationen nur noch relativ geringfügige Schwankungen.

Die anhaltende Verschlechterung der britischen Handels- und Ertragsbilanz veranlaßte auch die britischen Behörden, die kurzfristigen Zinssätze drastisch heraufzusetzen. Damit sollte einem Abfließen kurzfristiger Gelder ins Ausland entgegengewirkt und so ein allzu starker Kurszerfall des Pfundes vermieden werden. Denn der Kursrückgang drohte den ohnehin schon außerordentlichen Preisanstieg der importierten Nahrungsmittel und Rohstoffe noch zu verstärken und damit die mühsamen Verhandlungen der Regierung mit den Sozialpartnern über eine Weiterführung ihrer Einkommens- und Preispolitik zu erschweren. Dabei dürfte überdies auch eine Rolle gespielt haben, daß die im Jahre 1968 mit den Ländern der Sterling-Zone getroffene Vereinbarung über die Gewährung einer Kursgarantie auf einem wesentlichen Teil der von diesen gehaltenen Pfundreserven im September dieses Jahres ablief und zusammen mit dem von der BIZ unter Garantie einer Gruppe von Notenbanken abgeschlossenen Beistandskredit verlängert werden sollte. Da eine Verständigung über eine Verlängerung mit den Ländern der Sterling-Zone nicht zustande kam, erklärte sich die britische Regierung bereit, von ihrer Seite aus die bisher zugesicherte Kursgarantie, die sich nur auf den Kurs des Pfundes im Verhältnis zum US-Dollar erstreckt, um ein halbes Jahr zu verlängern.

Wie bereits angedeutet, trat im Verlaufe der vergangenen Monate eine unerwartet rasche Wendung in der Zahlungsbilanzentwicklung der Vereinigten Staaten ein. Das Defizit der Zahlungsbilanz «on official settlements» ging von 6,7 Mrd Dollar im 1. Quartal auf 1,5 Mrd im 2. Quartal zurück und dürfte im Juli und August sogar

einem Überschuß Platz gemacht haben. Wohl war das günstige Ergebnis dieser Währungsreservenbilanz vor allem Dollarverkäufen aus offiziellen Devisenbeständen Japans, Kanadas, Großbritanniens sowie der Bundesrepublik an den Devisenmärkten zuzuschreiben. Daneben setzte jedoch zugleich auch eine überraschend deutliche Besserung der Basisbilanz (Ertragsbilanz plus Bilanz des langfristigen Kapitalverkehrs) ein. Das Defizit dieser Bilanz wird für das 1. Semester 1973 auf nur noch 2 bis 2 ½ Mrd Dollar (1972: 9,84 Mrd) geschätzt. An dieser Entwicklung war die Handelsbilanz maßgeblich beteiligt, die nach einem Defizit von 833 Mio Dollar im 1. Quartal dank stark erhöhter Agrarexporte und einer verlangsamten Importzunahme im 2. Quartal erstmals wieder einen Aktivsaldo von 23 Mio aufwies. Auch der langfristige Kapitalverkehr entwickelte sich für die Vereinigten Staaten günstig. Neben vermehrten ausländischen Käufen amerikanischer Wertschriften haben – offenbar zum Teil durch die veränderten Wechselkursverhältnisse begünstigt – auch die ausländischen Direktinvestitionen in Form von Übernahmen oder Beteiligungen zugenommen.

Die weltweite Verknappung der Agrarerzeugnisse wirkte sich eindeutig positiv für die amerikanische Zahlungsbilanz aus. Im Hinblick auf die Wiederherstellung eines stabilen Zahlungsbilanzgleichgewichtes ist von erheblicher Bedeutung, ob diese Entwicklung einem längerfristigen Trend folgen und die weniger günstigen Perspektiven, die sich als Folge der Energieversorgungsprobleme abzeichnen, aufwiegen wird.

Dem günstigen Verlauf der amerikanischen Handels- und Ertragsbilanz steht als Gegenposition vor allem eine empfindliche Passivierung der Ertragsbilanzen Großbritanniens und Italiens gegenüber. In beiden Ländern wirkte sich der kräftige Rückgang der Wechselkurse der beiden Währungen zusammen mit dem starken Anstieg der Rohstoff- und Nahrungsmittelpreise durch eklatante Verschlechterung der «Terms of Trade» nachteilig auf die Zahlungsbilanzen aus. Die Ertragsbilanzen sowohl Japans als auch der gemeinsam flottierenden EG-Länder, insbesondere der Bundesrepublik Deutschland, Belgiens und der Niederlande, wiesen in den zurückliegenden Monaten nach wie vor bedeutende Einnahmenüberschüsse auf.

Japan gelang es, trotz einer eklatanten Exportsteigerung von rund 30% p.a. und einer anhaltend aktiven Handels- und Ertragsbilanz den bisherigen Überschuß in der Gesamtzahlungsbilanz in ein Defizit von 4,8 Mrd Dollar für die Zeit von Januar bis Juli 1973 umzuwandeln. Diese Entwicklung ermöglichte es den japanischen Währungsbehörden, ihre Dollarreserven abzubauen und damit den Kurs des Yen tief zu halten. Der Umschwung war das Ergebnis massiver Direktinvestitionen in anderen Ländern, erhöhter Entwicklungshilfenaufwendungen sowie umfangreicher Rohstoffkäufe im Ausland.

Im Gegensatz zu Japan nahm in der Bundesrepublik als Folge der wachsenden Handelsbilanzüberschüsse – 12,9 Mrd DM im 1. Semester 1973 im Vergleich zu 8,5 Mrd DM im gleichen Zeitraum des Vorjahres – auch

der Aktivsaldo der Gesamtbilanz weiter zu. Unter Berücksichtigung eines Aufwertungsverlustes auf den Dollarreserven von 7,2 Mrd DM im Februar stiegen deshalb die Währungsreserven in der ersten Jahreshälfte um 15,4 Mrd DM.

Die Gespräche über eine Reform des internationalen Währungssystems wurden im Laufe des Sommers vom Komitee der «Zwanzig» sowohl auf Experten- als auch auf Ministerebene weitergeführt. An der Ende Juli in Washington abgehaltenen Zusammenkunft der Minister schien sich eine Annäherung der Standpunkte in den beiden Fragen, die bisher im Zentrum der Diskussion gestanden hatten, anzubahnen, nämlich in der Gestaltung des Zahlungsbilanzausgleichsmechanismus («adjustment process») und in derjenigen der Konvertibilität. Die Experten hatten den Ministern eine Reformskizze unterbreitet, die kontrastierende Alternativvorschläge zu den folgenden Problemkreisen enthielt: Zahlungsbilanzausgleichsmechanismus (Zwang zur Anpassung auf Grund eines objektiven «Indikators» oder eines besonderen Konsultationsverfahrens); Konvertibilität (Pflicht zur Umwandlung von Devisenbeständen, die aus Zahlungsbilanzsalden entstehen, auch für die Reservewährungen oder Konversion nur auf Wunsch der Überschußländer); künftige Gestalt und Rolle der sogenannten primären Reservemedien (Sonderziehungsrechte und Gold); Maßnahmen gegen störende internationale Kapitalfluktuationen, sowie schließlich die Frage der besonderen Berücksichtigung der Entwicklungsländer bei der Zuteilung von Sonderziehungsrechten («Link»). Zu all diesen zum Teil sehr komplexen Themen wurden die Minister von den Experten um Stellungnahme bzw. um Entscheidungen ersucht. Der Kompromiß, den die Minister am 30./31. Juli in den beiden wichtigen zuerst genannten Themen erreicht zu haben schienen – die Diskussion über die übrigen Punkte scheint noch zu wenig weit gediehen zu sein, als daß sie bereits für konkrete Entscheidungen reif gewesen wären –, ließ sich indessen offenbar unter dem kritischeren Blick der Experten, die in der ersten Septemberwoche in Paris erneut zusammenkamen, noch nicht realisieren. Jedenfalls scheint kaum mehr damit zu rechnen zu sein, daß an der Ende September in Nairobi stattfindenden Jahresversammlung von Währungsfonds und Weltbank bereits substantielle Entscheidungen über die Neugestaltung der internationalen Währungsordnung getroffen werden.

Die innerhalb der EG im Rahmen der sogenannten «Schlange» verwirklichte Währungsintegration, an der zurzeit fünf Mitgliedsländer und zwei Außenseiter-Nationen beteiligt sind, hatte in den vergangenen Monaten wiederholt kritische Phasen durchzustehen. Obschon Großbritannien und Italien, deren Kursentwicklung am stärksten von derjenigen der übrigen EG-Länder abzuweichen tendiert, der gegenseitigen Kursabstimmung fernblieben, war die «Schlange» wiederholt starken inneren Spannungen ausgesetzt. Zweimal wurde zur Überwindung des Druckes die stärkste Währung im Verhältnis zu den anderen gemeinsam flottierenden Währungen aufgewertet, Ende Juni von der Bundesrepublik Deutschland um 5½% und Mitte September von den

Niederlanden um 5%. Mit der Verwirklichung der für das laufende Jahr gesteckten Zielsetzungen auf dem Wege zur vollen Währungsunion dürfte wohl kaum mehr zu rechnen sein, da namentlich eine Rückkehr Italiens und Großbritanniens in die «Schlange», welche hierzu erforderlich sein dürfte, unter den derzeitigen Verhältnissen schwerlich zu erreichen sein wird.

Die Konjunktorentwicklung in der Schweiz

Der bereits im 1. Quartal 1973 in unserem Lande registrierte konjunkturelle Aufschwung dauerte während der Sommermonate im wesentlichen fort. Sowohl bei der industriellen Produktion als auch bei den Exporten und Importen übertrafen die Wachstumsraten die entsprechenden Vorjahreswerte zum Teil recht erheblich. Die Industrie verzeichnete ferner einen im großen und ganzen guten Auftragseingang, so daß die Auftragsbestände eine steigende Tendenz aufwiesen. Trotz der unsicheren, von starken Kursschwankungen gekennzeichneten internationalen Währungsverhältnisse und trotz einer ganz erheblichen Aufwertung des Schweizerfrankens hielt sich bisher vor allem auch der Eingang von Aufträgen aus dem Ausland auf einem bemerkenswert hohen Niveau. Ob und wie weit sich allerdings zugleich, gewissermaßen unter der Oberfläche, nachteilige Veränderungen in der internationalen Wettbewerbsstellung der verschiedenen Zweige der schweizerischen Exportwirtschaft ergeben haben, läßt sich zurzeit noch kaum zutreffend beurteilen.

Erste Zeichen einer Wirkung der zu Beginn des Jahres erlassenen Konjunkturdämpfungsmaßnahmen, insbesondere der Einschränkung der übersetzten Krediterteilungen, begannen sich im Bausektor zu zeigen. Die leichte Abnahme der Wohnungsproduktion in den von der Statistik erfaßten Städten während der Monate April bis Juli um rund 5% unter das Rekordvolumen der gleichen Vorjahresperiode dürfte allerdings eher auf gewisse Sättigungserscheinungen, insbesondere bei den teureren Wohnungen, zurückzuführen sein. Insgesamt wurden im Verlaufe der ersten sieben Monate trotzdem immer noch mehr Wohnungen erstellt als in der gleichen Zeit des Vorjahres. Der starke Rückgang der erteilten Baukreditzusagen und die ebenfalls, wenn auch bisher nur leicht rückläufige Zahl der erteilten Baubewilligungen weisen indessen darauf hin, daß sich die Lage in diesem Bereiche zu ändern beginnt. Bestätigt wird dieser Eindruck auch durch die deutlich verschärfte Angebotskonkurrenz bei öffentlichen Bausubmissionen und dem sich dabei zeigenden geringen Anstieg der offerierten Baupreise. Im Tiefbau scheint die Preissteigerung sogar weitgehend zum Stillstand gelangt zu sein.

Der Mangel an Arbeitskräften ist unverändert; die Lage am Arbeitsmarkt blieb entsprechend angespannt. Die hohe Zahl der unbesetzten Stellen fördert die Bereitschaft zu steigenden Lohnofferten. Der inflatorische Lohnauftrieb hat sich dementsprechend noch keines-

wegs abgeschwächt. Auch bei den Preisen dauert die Aufwärtsbewegung unvermindert an. Die Teuerungsrate bewegt sich bei den Konsumentenpreisen seit dem Frühjahr im Vergleich mit dem jeweiligen Vorjahresmonat um 8% und darüber. Da diese Zuwachsraten auf einem stets höheren Basiswert ermittelt werden, bringen diese Zahlen das wirkliche Tempo der Teuerung nur abgeschwächt zum Ausdruck. Dabei beginnt sich die Hausse der Rohwaren- und Nahrungsmittelpreise an den Weltmärkten erst auszuwirken. Diese hat sich bisher im wesentlichen erst bei den Großhandelspreisen niedergeschlagen, wobei die Preissteigerung in ausländischer Währung durch den Kursanstieg des Frankens teilweise aufgefangen wurde. Auf die Konsumgüterpreise hat sich diese Hausse bisher noch nicht voll ausgewirkt.

Wenig durchsichtig und schwer abzuschätzen erscheint vorerst in diesem Bild einer nach wie vor überhitzten Konjunktursituation die gegenwärtige Lage unserer Exportwirtschaft. Die monatlich registrierten Exportwerte weisen hohe, ja steigende Zuwachsraten auf, und auch die Exportaufträge zeigen einen weiterhin befriedigenden Trend. Daher mag man vielleicht die ganz erheblichen Wechselkursänderungen und ihre Bedeutung für die internationale Wettbewerbsstellung unseres Landes eher unterschätzen. Tatsächlich widerspiegeln die monatlichen Exportergebnisse der Zollstatistik die Entwicklung mit einer zum Teil erheblichen zeitlichen Verzögerung. Bei zahlreichen schweizerischen Export-Erzeugnissen, namentlich der Maschinenindustrie, erstreckt sich die Frist zwischen Bestellung und Produktionsbeginn einerseits sowie Fertigstellung und Ablieferung andererseits oft über Jahre. Die Zahl der eingehenden Exportaufträge sagt allein sodann noch nichts darüber aus, zu welchen Bedingungen sie hereingenommen wurden. So scheinen in den letzten Monaten Exportaufträge zum Teil nur gegen erhebliche Preiskonzessionen und zu stark gekürzten Margen angenommen worden zu sein, im Bestreben, mühsam und oft während langen Jahren erworbene Auslandmärkte nicht zu verlieren. Im Blick auf eine befriedigende Entwicklung der schweizerischen Wirtschaft auch in der Zukunft sollte jedenfalls dem weiteren Geschehen an der Auslandfront die nötige Aufmerksamkeit geschenkt werden.

Im *Außenhandel* waren in den vergangenen Monaten kräftig steigende Zuwachsraten sowohl bei den Ausfuhrals auch insbesondere bei den Importwerten zu verzeichnen. In der Zeit von Januar bis Juli 1973 nahm der Wert der Exporte im Vorjahresvergleich um 14,2% (Vorjahr 9,3%) zu. Überdurchschnittliche Wachstumsraten wiesen insbesondere die Exporte nach Japan (39,3%), Spanien (25,9%), Österreich (20,6%), Portugal (20,1%), Dänemark (19,5%), Großbritannien (18,1%) und Italien (14,9%) auf. Dagegen stagnierten die Lieferungen nach Schweden, Südafrika, Kanada und Australien. In den ersten sieben Monaten erhöhte sich der Exportwert nach der erweiterten EG um 12,4% (Vorjahr 8,7%), nach den EFTA-Staaten um 13,5% (Vorjahr 8,0%) und nach Nordamerika um 9% (Vorjahr 8,8%). Branchenmäßig verzeichnete die Maschinen- und Apparateindustrie die stärkste Exportsteigerung mit 19,2%, gefolgt von der

Uhrenindustrie (16,4%), der Textil- und Bekleidungsindustrie (11,7%) und den Erzeugnissen der chemischen Industrie (8,2%). Dagegen blieb der Ausfuhrwert der Nahrungsmittel- und Genußmittelbranche erneut hinter jenem des Vorjahres zurück (-3,5%).

Der Wert der Einfuhr nahm in den ersten sieben Monaten um 13,2% und somit erheblich schneller zu als vor Jahresfrist (6,3%). Der Zuwachs war zu wesentlich mehr als der Hälfte durch erhöhte Importpreise bedingt. Der bereits in den vorangegangenen Monaten beobachtete kräftige Anstieg des Einfuhrwertes von Rohstoffen und Halbfabrikaten hat sich beschleunigt und liegt mit 16,5% ganz wesentlich über dem Vorjahresstand (2,4%). Zum überwiegenden Teil ist diese Zunahme auf die massiven Preiserhöhungen an den Rohstoffmärkten zurückzuführen. Die Zuwachsrate der Konsumgüterimporte blieb mit 12,6% merklich hinter derjenigen des Vorjahres zurück (17,1%). Auch der um mehr als 20% höhere Wertzuwachs des Imports von Energieträgern war weitgehend teuerungsbefordert. Die Investitionsgüterimporte fielen etwas geringer aus als vor Jahresfrist. Die Bezüge aus dem EG-Raum erhöhten sich um 12,2%, jene aus der EFTA um 10,4% und diejenigen aus Übersee um 14,6%.

Da Export- und Importwerte ungefähr gleich stark zunahmen, war das Handelsbilanzdefizit während der ersten sieben Monate mit 3955 Mio Franken nur um 300 Mio Franken höher als vor Jahresfrist.

Die *industrielle Produktion* schlug in den ersten Monaten des laufenden Jahres einen deutlich rascheren Wachstumsrhythmus ein. Ende März 1973 wies der Index gegenüber dem Vorjahr eine Erhöhung von 4,2% auf (Vorjahr 2,9%). Nur in drei von neun erfaßten Industriezweigen blieb die Produktion entweder konstant (graphisches Gewerbe) oder trat ein Rückgang ein (Leder- und Kautschukindustrie, Bekleidungs- und Wäscheindustrie). Überdurchschnittliche Zuwachsraten registrierten vor allem die Uhrenindustrie mit 9,8%, die Industrie der Steine und Erden mit 7,6%, die Metallindustrie mit 7,0% und die chemische Industrie mit 6,7%. Die Papierindustrie scheint sich von den Rückschlägen der letzten zwei Jahre langsam zu erholen, während der in der Maschinen- und Apparateindustrie Ende 1972 erkennbare Aufwärtstrend eine Abschwächung erfuhr.

Die *Detailhandelsumsätze*, die bereits im 1. Quartal schwächere Zuwachsraten aufzuweisen hatten, stiegen auch in den Monaten April bis Juli in geringerem Maße. Im Mai und Juni war vor allem im Nahrungsmittel- und Genußmittelsektor die Zunahme merklich geringer, wogegen sich bei den Bekleidungsartikeln und Textilwaren keine klare Tendenz erkennen ließ.

Im *Wohnungsbau* scheint sich die hektische Expansion in den letzten Monaten etwas stabilisiert zu haben. Die in den ersten sieben Monaten in den 92 Schweizer Städten erstellten Wohnungen übertrafen das Ergebnis des Vorjahres noch um 5%, obwohl vom April bis Juli ein Rückgang von 5,5% eintrat. Der Trend zu Großwohnungen mit vier und mehr Zimmern hält unvermindert an, so

daß im laufenden Jahr erstmals rund die Hälfte sämtlicher Neuwohnungen auf diese Größenklasse entfallen wird. Die Zahl der erteilten Baubewilligungen in den ersten sieben Monaten ging gegenüber dem Vorjahr um 4,3% zurück.

Für das laufende Jahr waren nach den Erhebungen des Delegierten für Konjunkturfragen *Investitionen der öffentlichen Hand* in der Höhe von 10,1 Mrd Franken vorgesehen, was den Betrag von 1972 nominell um 18% übertraf. Gemäß einer kürzlich unter den eidgenössischen Amtsstellen durchgeführten Erhebung, die im laufenden Jahr Bauaufträge von rund 2,7 Mrd oder 10% des schweizerischen Bauvolumens zu vergeben haben, scheint sich in einzelnen Branchen des Baugewerbes eine bemerkenswerte Belebung der Konkurrenz anzubahnen. Die Zahl der Teilnehmer an Bundessubmissionen, insbesondere im Tiefbau, hat wieder wesentlich zugenommen. Im Tiefbau soll der Preisauftrieb praktisch zum Erliegen gekommen sein. Mit Ausnahme der Bauvorhaben in größeren Städten sowie im Tessin rechnen Bauexperten des Bundes für die zweite Jahreshälfte mit Preisen, die mehr oder weniger jenen vom Juni 1973 entsprechen. In einzelnen Bereichen des Baugewerbes wurden ein Rückgang der Auftragsbestände und reduzierte Beschäftigungsmöglichkeiten registriert.

Die Zahl der *industriell-gewerblichen Vorhaben für Neu- und Erweiterungsbauten* bewegte sich im 1. Semester 1973 auf dem Niveau der Vorjahresperiode, während bei Vorhaben für Umbauten und Einrichtungen eine leicht rückläufige Tendenz zu beobachten ist. Dabei verminderte sich insbesondere das Raumvolumen erheblich (-26,3%).

Am *Arbeitsmarkt* dauerte die angespannte Lage an. Die Beschäftigungsstatistik für das 1. Quartal 1973 zeigte einen Rückgang der Beschäftigungszahlen sowohl im Baugewerbe als auch im industriell-gewerblichen Sektor, während dem Dienstleistungsbereich neue Kräfte zugeflossen sind. In 12 der 15 Untergruppen des industriellen Bereichs (Ausnahmen: Nahrung, Tabak, Kautschuk und Kunststoff) bildete sich der Beschäftigungsindex zurück. Vor allem in den Städten und in den industriell entwickelten Gegenden verstärkte sich nach vorliegenden Meldungen der Mangel an Arbeitskräften. Die Abwanderung aus Landwirtschaft und Industrie in den Dienstleistungssektor bei praktisch stabiler Arbeitsbevölkerung wirft ernste Probleme auf. Auf die Dauer dürfte es nicht möglich sein, Personalverluste und die häufig damit verbundenen Einbußen in der Kapazitätsausnutzung durch erhöhte Überzeitarbeit zu kompensieren. Auf jeden Fall verstärkt diese Entwicklung den Lohnauftrieb.

In den ersten Monaten des laufenden Jahres hat sich die Erhöhung der *Löhne* beschleunigt. Die Lohnsätze in der Industrie stiegen im 1. Quartal gegenüber dem vorangegangenen um 5,7% (Vorjahr 5,0%) und im Baugewerbe um 7,9% (7,1%), was im Vergleich zum Stand vor Jahresfrist in der Industrie einer Zunahme von 9,3% (9,1%) und im Baugewerbe einer solchen von 8,8% (7,9%) entsprach. Die Tariflöhne der Arbeiter in den fünf Groß-

städten wurden im 2. Quartal sowohl im öffentlichen wie im privaten Sektor im Vergleich zum Vorjahr um rund 16% (Vorjahr knapp 10%) erhöht.

Auch bei den *Preisen* hat sich der Auftrieb in den vergangenen Monaten weiter verstärkt. Die Erhöhung des Konsumentenpreisindex gegenüber dem jeweiligen Vorjahresmonat bewegte sich seit dem März zwischen 8% und 8,3% (im Vorjahr 6,3% bis 6,8%). Die Preise für Heizung und Beleuchtung, Bildung und Unterhaltung, Bekleidung sowie für Körper- und Gesundheitspflege stiegen im Juli um mehr als 10%, wobei die enorme Preissteigerung für Heizöl am stärksten ins Gewicht fiel. Unter den Industrieländern der westlichen Welt befindet sich die Schweiz hinsichtlich Verteuerung des Lebensunterhaltes nach wie vor in den allervordersten Rängen.

Besonders starke Zuwachsraten verzeichneten im Laufe der ersten sieben Monate die *Großhandelspreise*. Seit Januar beschleunigte sich der Aufwärtstrend des Großhandelspreisindex von 7,0% im Januar auf 10,9% im Juli (Vorjahr: 2,9% im Januar, 3,0% im Juli). Diese Entwicklung war in erster Linie durch die explosive Verteuerung der Importgüter bedingt, die sich im Vergleich zum Vorjahresmonat von 9,8% im Januar auf 16,7% im Juli erhöhte, verglichen mit praktisch stabilen Preisen vor Jahresfrist. Die Großhandelspreise der Inlandgüter nahmen nur rund halb so viel zu, stiegen aber ebenfalls doppelt so stark wie vor Jahresfrist. Die Hausse der Großhandelspreise wird sich in den kommenden Monaten zweifellos auch auf die Konsumentenpreise auswirken.

Die Entwicklung am schweizerischen Geld- und Kapitalmarkt

Die Verhältnisse am schweizerischen Geld- und Kapitalmarkt blieben während der Monate Juni-August, über die hier berichtet wird, im großen und ganzen ausgeglichen. Wohl trat eine spürbare Verminderung der im Bankensystem vorhandenen Liquidität ein. Die Mittelversorgung im Nicht-Bankenbereich blieb aber weiterhin überreichlich. Der durch die enormen Mittelzuflüsse aus dem Ausland im Jahre 1971 entstandene Überschuß in der Geldversorgung unseres Landes ist immer noch nicht völlig absorbiert. Da als Folge der Kreditbegrenzung der Bedarf der Banken an liquiden Mitteln relativ bescheiden blieb, verharteten die Geldmarktsätze bis Ende Juli auf einem tiefen Stande. Der starke Anstieg der Zinssätze im Ausland sowie am Euromarkt brachte indessen im August auch die Sätze in der Schweiz in Bewegung. Die zeitweise rasche Erholung des Dollarkurses weckte zusammen mit den hohen Zinserträgen vorübergehend das Interesse an vermehrten Anlagen im Ausland. Die steigenden Sätze im kurzfristigen Bereich beeinflussten in der Folge sehr bald auch die Entwicklung am Kapitalmarkt. Die Emissionskonditionen der zur Auflage gelangenden Obligationenanleihen mußten angesichts zunehmender Zurückhaltung für die Zeichner leicht verbessert werden.

Der Markt blieb indessen nach Anpassung der Emissionsbedingungen weiterhin relativ aufnahmefähig.

In Anbetracht der rückläufigen Liquidität im Bankensystem beließ die Nationalbank die Mindestguthabensätze unverändert. Als Folge eines Zuwachses der pflichtigen Verbindlichkeiten erhöhten sich die Mindestguthaben im Juni und Juli zunächst um 385 Mio Franken, nahmen dann aber Ende August mit einem Rückgang der Verbindlichkeiten überraschend, nämlich um 221 Mio Franken, ab. Über die kritischen Bilanzstichtage stellte sie den Kreditinstituten die übliche kurzfristige Finanzierungshilfe zur Verfügung, um Engpässe in der Liquiditätsversorgung und einen dadurch bewirkten Druck auf den Dollarkurs zu vermeiden. Sie verlangte indessen von den Instituten, welche ihre Kreditzuwachsquoten per Ende April 1973 substantiell überschritten hatten, die Einzahlung eines Drittels der festgestellten Überschreitung. Da diese Überschreitungen insgesamt einen Betrag von rund 1,5 Mrd Franken erreicht hatten, wurde auf diese Weise Notenbankgeld im Umfange von rund einer halben Milliarde Franken stillgelegt. Der Bundesbeschluß über Maßnahmen auf dem Gebiete des Kreditwesens sieht vor, daß im Falle einer erheblichen Überschreitung der zulässigen Kreditzuwachsquote der übersteigende Betrag bis zum Wiederausgleich der Kreditüberschreitung, mindestens aber während drei Monaten, auf ein gesperrtes Konto bei der Nationalbank einzuzahlen ist. Die Nationalbank behielt sich zunächst vor, weitere Teilbeträge einzufordern, sah jedoch wegen der eher knappen Liquiditätsverhältnisse in der Folge davon ab. Am 31. Juli, dem Ende der für die Kreditbegrenzung gewählten ersten Jahresperiode, ergaben die von den Banken eingereichten Meldungen eine Überschreitung des zulässigen Kreditstandes von noch rund 900 Mio Franken. Die Überschreitung war damit wesentlich geringer als Ende April. Diesen Betrag haben die betroffenen Institute im Laufe des Monats September grundsätzlich vollumfänglich bei der Nationalbank zu hinterlegen. Indessen wurde dem Umstand Rechnung zu tragen versucht, daß die Umschlagshäufigkeit der Kredite je nach Bankengruppen und der Struktur ihres Geschäftes sehr unterschiedlich ist und Institute, die überwiegend langfristige Kredite gewähren, es daher wesentlich schwerer haben, ihr effektives Kreditvolumen innerhalb kurzer Zeit mit der zulässigen Quote in Übereinstimmung zu bringen. Daher wurde von den Banken und Sparkassen, deren Hypothekarkredite und Darlehen an öffentlich-rechtliche Körperschaften zusammen mehr als 50% der Bilanzsumme ausmachen, lediglich die Einzahlung der Hälfte der Überschreitungen gefordert. Insgesamt beliefen sich demzufolge die eingeforderten Zahlungen als Kompensation für Kreditüberschreitungen auf rund 500 Mio Franken. Sie waren somit ungefähr gleich groß wie der nach dem 31. April eingeforderte Betrag.

Im Einvernehmen mit dem Bundesrat setzte die Nationalbank die Kreditzuwachsrate für die Periode vom 1. August 1973 bis 31. Juli 1974 auf wiederum 6% fest. Dieser Satz wurde mit Rücksicht auf die anhaltende konjunkturelle Überhitzung und inflatorische Preisentwicklung und die nach wie vor relativ reichliche Geld-

Kreditversorgung der Wirtschaft gewählt. Zur Abwendung besonderer Härtefälle, die sich im Zusammenhang mit unaufschiebbaren Bauvorhaben im Bereiche der Infrastruktur sowie im preisgünstigen Wohnungsbau ergeben mögen, wurde zusätzlich ein globales Härtekontingent von 500 Mio Franken ausgesetzt. Zuteilungen zu Lasten dieser Sonderquote werden auf Antrag einer vom Bundesrat eigens hiefür bestimmten Kommission vorgenommen werden. Dabei sollen die begünstigten Banken in der Regel einen Teil der dem Härtekontingent angerechneten Kredite zu Lasten ihrer eigenen normalen Zuwachsquote aufbringen.

Nachdem das Fürstentum Liechtenstein seinen Banken die gleichen Beschränkungen auferlegt hatte, die in der Schweiz Geltung haben, wurde Liechtenstein mit Wirkung ab 1. August 1973 bezüglich Anwendung der Bestimmungen über die Kreditzuwachsbeschränkung und die Mindestguthaben dem Inland gleichgestellt. Dasselbe gilt auch für die Verordnungen über die Anlage ausländischer Gelder, über die Verzinsung ausländischer Gelder und die Bewilligungspflicht für die Aufnahme von Geldern im Ausland.

Zu vermerken ist schließlich, daß mit Rücksicht auf die etwas entspanntere Währungslage und zur Erleichterung des ordentlichen Zahlungsverkehrs mit dem Ausland ab 1. Juli 1973 die Berechnung der von den Banken erhobenen Kommissionsbelastung auf dem Zuwachs ausländischer Schweizerfrankenguthaben wieder auf dem höchsten durchschnittlichen Monatssaldo und nicht mehr auf dem höchsten Tagessaldo vorgenommen werden kann.

Außerordentliche Schwankungen verzeichneten in der Berichtszeit die Wechselkurse der ausländischen Währungen, insbesondere des US-Dollars, gegenüber dem Schweizerfranken. Der Kurs des Dollars fiel in der ersten Hälfte Juli zeitweise auf unter 2.70, erholte sich jedoch im August rasch auf vorübergehend über 3.05 und hielt sich in der Folge bis Mitte September relativ stabil auf einem Kurs von 3.00 bis 3.03. Die mit den relativen Exportanteilen aller Bestimmungsländer gewichtete Höherbewertung des Frankens im Vergleich zum Stand am 5. Mai 1971 stieg entsprechend von 21,76% am 30. Mai 1973 bis auf 28,91% am 18. Juli an und ging darauf bis zum 29. August wieder auf 21,57% zurück. Wurde damit Ende August zwar gesamthaft annähernd wieder der gleiche durchschnittliche Aufwertungssatz erreicht wie am 30. Mai 1973, so ergaben sich in dieser Zeit jedoch für einzelne Währungen zum Teil ganz erhebliche Kursveränderungen. Der Kurs des englischen Pfundes gegenüber dem Franken sank beispielsweise um 6,1%, der des kanadischen Dollars um 2,9%, jener des japanischen Yen um 2,4% und der des US-Dollars um 2,3%, während die D-Mark eine Aufwertung um 9,2%, der österreichische Schilling eine solche um 7,1%, der holländische Gulden um 3,4% und die italienische Lira um 1,2% erfuhren.

Die Wirkung der zur Abwehr weiterer Mittelzuflüsse aus dem Ausland und zur Eindämmung der Kreditexpansion getroffenen Maßnahmen spiegelt sich in einer stark

verlangsamten Ausweitung der Bilanzsumme der Banken. Nachdem die Bilanzsumme der 72 monatlich meldenden Banken im 1. Quartal 1973 saisonal bedingt leicht rückläufig gewesen war, wies sie im 2. Vierteljahr eine geringfügige Zunahme von 1,2% auf. Sie übertraf mit 199,5 Mrd Franken den Vorjahresstand lediglich um 1,4%. In der Entwicklung der einzelnen Bilanzpositionen während des 2. Quartals 1973 fällt eine starke Umlagerung von den Bankenkreditoren auf Sicht (-8,2%) zu den Bankenkreditoren auf Zeit (+9,9%) auf. Erwähnung verdient sodann die verlangsamte Zunahme der Spareinlagen (+1,5% gegen +3,4% im Vorjahresquartal) und die schon im 1. Quartal verzeichnete rückläufige Entwicklung der Kassenobligationengelder (-0,7%). Auf der Aktivseite der Bilanzen ist ein Rückgang der Kassenhaltung um 13% zu registrieren. Mit der Begrenzung der Kreditgewährung an das Inland dürfte das Anwachsen des Wertschriftenportefeuilles (+4,3%) und der an das Ausland gewährten Kredite im Zusammenhang stehen.

Die Expansion der inländischen Kredite (Domizilprinzip) hat sich in der ersten Jahreshälfte spürbar abgeschwächt. Nach einer teilweise jahreszeitlich bedingten leichten Abnahme des Kreditvolumens der 72 monatlich meldenden Institute um 0,3% im 1. Quartal war im 2. Vierteljahr 1973 eine Zunahme von 0,8% zu verzeichnen. Ein deutlicheres Bild ergibt sich aus den Zuwachsraten gegenüber dem jeweiligen Vorjahresstand. Betrug diese Zuwachsrate Ende Dezember 1972 noch 11,1% und Ende März 1973 9,9%, so erreichte sie Ende Juni noch 7,5% und Ende Juli 6,3%. Am stärksten gingen die Zuwachsraten bei den Debitoren und den Darlehen an öffentlich-rechtliche Körperschaften zurück, während bei den Hypothekendarlehen der Rückgang - von 11,3% Ende 1972 auf 9,4% Ende Juli 1973 - relativ bescheiden war.

Seit der Einstellung der Interventionen der Nationalbank am Devisenmarkt ist nicht nur kein zusätzliches Notenbankgeld mehr geschaffen, sondern die Notenbankgeldmenge durch Abschöpfungsmaßnahmen und in geringerem Maße auch durch Auslandszahlungen des Bundes leicht abgebaut worden. Dank der Kredit-Zuwachsbegrenzung hat sich sodann auch die Buchgeldschöpfung des Bankensystems stark verringert. Beides fand seinen Niederschlag in der wesentlich geringeren Ausweitung des inländischen Geldvolumens. Die Geldmenge im engeren Sinne (M^1), die sich im 1. Quartal 1973, dem jahreszeitlichen Trend entsprechend, um 4,6% vermindert hatte, nahm im 2. Vierteljahr um 3,9% auf 47,6 Mrd Franken zu und lag damit um 2,8% höher als vor Jahresfrist. Sie übertraf indessen den Stand vor zwei Jahren immer noch um volle 34%. Die inländische Geldversorgung ist damit immer noch eindeutig überdotiert.

Am Kapitalmarkt wurden die zur Auflage gelangenden Anleihensemissionen bis zur Sommerpause regelmäßig

überzeichnet. Mit dem Anstieg der Zinssätze im Ausland und den ebenfalls deutlich anziehenden Geldmarktsätzen in der Schweiz machte sich im August jedoch in Erwartung einer Erhöhung auch der langfristigen Zinskonditionen bei Neuemissionen einige Zurückhaltung der Anleger bemerkbar. Die vorbörslichen Kurse der Neuemissionen hielten sich unter pari. Die durchschnittliche Rendite eidgenössischer Obligationen, die sich im Juni und Juli zwischen 5,33% und 5,39% bewegt hatte, stieg bis Mitte September auf 5,77% an. In Übereinstimmung mit dieser Entwicklung wurden in der Folge auch die Konditionen für Neuemissionen angepaßt. Mitte September wurde für erstklassige Auslandsanleihen ein Zinssatz von $6\frac{1}{2}\%$ festgesetzt.

Die Nettobeanspruchung des Kapitalmarktes durch Emissionen in- und ausländischer Obligationen sowie schweizerischer Aktien belief sich in den ersten acht Monaten 1973 auf 4198 Mio Franken oder 14,1% weniger als in der gleichen Vorjahresperiode. Die Neubeanspruchung durch schweizerische Obligationenanleihen lag mit 2076 Mio Franken um 21% unter derjenigen im gleichen Zeitraum des letzten Jahres. Der Rückgang ergab sich aus der relativ strikten Anwendung der am Jahresanfang eingeführten Emissionskontrolle. Mit Rücksicht auf den hohen Überhang in der Geld- und Kreditversorgung war für 1973 ein Plafond von 3,4 Mrd Franken festgesetzt worden. Damit wurde die Begrenzung der Bankkredite vom Kapitalmarkt her ergänzt. Zugleich verhinderte die Plafonierung auch eine Überbeanspruchung des Kapitalmarktes und einen übermäßigen Auftrieb der Zinssätze.

Die Kursentwicklung an den Aktienbörsen wurde in den vergangenen Monaten nicht zuletzt vom Geschehen an den Devisenmärkten beeinflusst. Nachdem die Aktienkurse im Juni das im Mai erreichte Niveau noch halten können, fielen sie im Juli weitgehend parallel mit dem Rückgang des Dollarkurses. Anfang August stand der Aktienindex der Nationalbank mit 165,6 Punkten auf dem Tiefpunkt des Jahres. Er lag damit 13,3% unter dem am Jahresende 1972 erreichten Niveau. Mitte September erreichte der Index 168,8 Punkte.

Die schweizerischen Geldmarktsätze wurden im Juli und Anfang August unter dem Einfluß der steigenden Euromarktsätze erhöht. Die Großbanken hoben ihre Dreimonatssätze zunächst von $2\frac{1}{2}\%$ auf $3\frac{1}{2}\%$ und schließlich auf $4\frac{1}{2}\%$. Der Satz für sechsmonatige Fälligkeiten wurde in drei Schritten von 3% auf $4\frac{1}{4}\%$ heraufgesetzt. Der Privatdiskontsatz wurde dagegen auf 5% belassen. Die Sätze für Spareinlagen und Hypotheken blieben unverändert; bei den Kassenobligationen erklärte sich die Nationalbank mit einer Heraufsetzung der Sätze um $\frac{1}{4}\%$ ab 24. September 1973 einverstanden.