

An der Sitzung des Bankrates vom 21. Juni 1974 legte Dr. F. Leutwiler, Präsident des Direktoriums, folgenden Bericht vor:

## Weltwirtschaftliche Entwicklungstendenzen

Der in allen wichtigeren Industrieländern während der zwei vergangenen Jahre weitgehend parallel verlaufene Konjunkturaufschwung dürfte ungefähr Mitte letzten Jahres seinen Höhepunkt erreicht haben. Seither ist eine deutliche Abschwächung des wirtschaftlichen Wachstums festzustellen.

Die Verlangsamung des wirtschaftlichen Expansionsrhythmus war zunächst vor allem dadurch bedingt, daß die Aufschwungkkräfte zusehends an die Grenzen der vorhandenen Produktionskapazitäten stießen. Hand in Hand damit nahmen auch die Anspannungstendenzen an den Arbeitsmärkten zu. Wenn in einzelnen Ländern die Zahl der registrierten Arbeitslosen dennoch relativ hoch blieb, so war dies neben unterschiedlichen statistischen Erhebungsmethoden vor allem strukturellen Anpassungsschwierigkeiten zuzuschreiben. An qualifizierten Arbeitskräften herrschte allgemein Knappheit. Spürbare Verknappungserscheinungen machten sich sodann im Laufe des vergangenen Jahres auch bei verschiedenen Rohstoffen bemerkbar. Die durch das allgemeine rasche Wirtschaftswachstum und den Lageraufbau bedingte Nachfragersteigerung wurde dabei durch spekulative Faktoren zusätzlich verstärkt.

Die anhaltende Expansion der Geldeinkommen und der Nachfrage hatte angesichts der abnehmenden Angebotselastizität eine bedrohliche Beschleunigung der inflatorischen Tendenzen zur Folge. Die meisten Industrieländer sahen sich daher letztes Jahr gezwungen, restriktive Maßnahmen zur Eindämmung der ansteigenden Inflation zu ergreifen. Sie beschränkten sich jedoch praktisch durchwegs auf Vorkehrungen monetärer Natur. Ergänzende Bremsmaßnahmen im Bereiche der Fiskalpolitik unterblieben mit geringfügigen Ausnahmen. Die dergestalt einseitig von der Geldpolitik getragene Inflationsbekämpfung bewirkte allmählich auf dem Wege über eine wachsende Liquiditätsverknappung und begleitet von kräftig ansteigenden Zinssätzen während der vergangenen Monate eine gewisse Nachfragedämpfung. Betroffen wurden dadurch vor allem Bereiche, in denen die Nachfrage in hohem Maße kreditabhängig ist. Dies gilt namentlich für den Bausektor. In verschiedenen Ländern war ein deutliches Nachlassen des Wohnungsbaus festzustellen.

Auch die Erdölkrise, das heißt die angedrohte und gegenüber einzelnen Ländern teilweise auch verwirklichte

Drosselung der Erdöllieferungen sowie die massive Anhebung der Erdölpreise, wirkte sich in der ersten Hälfte des laufenden Jahres bremsend auf die Nachfrageentwicklung aus. Obschon sich die zuerst gehegten Befürchtungen wegen schwerwiegender energiebedingter Produktionseinbußen in der Folge als übertrieben erwiesen, trat in einigen Bereichen, namentlich in der Automobilindustrie inzwischen ein sehr spürbarer Nachfragerückgang ein, dessen weitere Auswirkungen auf die näher mit der Automobilfabrikation verbundenen Zweige sowie die gesamte Wirtschaftstätigkeit zurzeit noch schwer abgeschätzt werden können. Allerdings stehen diesen kontraktiven Tendenzen andererseits auch gewisse expansive Auswirkungen der Erdölkrise gegenüber. Dies trifft namentlich auf die starke Zunahme der Investitionstätigkeit zu, die in manchen Industrieländern mit dem Ziel, die Energieversorgung auszubauen und von Erdölimporten unabhängiger zu gestalten, eingeleitet worden ist. Anhaltende Auftriebsimpulse gehen sodann in verschiedenen Industrieländern, so in der Bundesrepublik Deutschland und der Schweiz, weiterhin von der Exportentwicklung aus. Die Exportzunahme im OECD-Bereich wird im ersten Halbjahr 1974 wertmäßig auf 27% und mengenmäßig auf 7% geschätzt.

Die Abschwächung der Nachfrageexpansion im 1. Semester 1974 erstreckt sich somit vorerst vor allem auf Sektoren, welche auf die relative Geld- und Kreditverknappung bzw. die Erdölverteuerung besonders empfindlich reagieren. Expansive Kräfte gehen im allgemeinen weiterhin von den Exporten sowie von den stark defizitären öffentlichen Haushalten aus. Hinsichtlich des weiteren Konjunkturverlaufs herrscht in der Wirtschaft offensichtlich beträchtliche Unsicherheit. Dies zeigt sich u. a. darin, daß die Kurse an den Aktienbörsen trotz im großen und ganzen befriedigenden Unternehmensabschlüssen stark gedrückt sind. Das Sekretariat der OECD sieht, obschon die ersten pessimistischen Vorausschätzungen zu Beginn des Jahres inzwischen nach oben korrigiert worden sind, für die 24 Mitgliedländer im Jahre 1974 eine wesentlich niedrigere reale Wachstumsrate als 1973 voraus, nämlich rund 1,5% gegenüber 6,3%.

Die Abschwächung der Nachfrageexpansion hat sich auf die Entwicklung der Konsumentenpreise bisher nicht sichtbar ausgewirkt. Der Inflationstrend hält nach wie vor unvermindert an. Im März 1974 lagen die Konsumentenpreisindices der OECD-Länder 12,1% über dem Vorjahresstand. Dagegen scheint der rapide Preisaufrtrieb auf den Rohwarenmärkten weitgehend zum Stillstand gelangt zu sein. Der Rohwaren-Preisindex von Reuter ging von seinem Ende Februar erreichten Höchststand bis Ende Mai um rund 12% zurück. Da der Anstieg der Großhandelspreise in den meisten Ländern immer noch deutlich über jenem der Konsumentenpreise liegt, und auch der Lohnauftrieb unvermindert andauert, ist jedoch in nächster Zeit wohl noch kaum mit einer stärkeren Ab-

schwächung der Teuerungsrate bei den Konsumentenpreisen zu rechnen.

Angesichts der geschilderten inflatorischen Preisentwicklung bleibt die Geldpolitik der meisten Industrieländer weiterhin auf die Bekämpfung der Teuerung gerichtet. Die Zuwachsraten der Geldmenge sind überwiegend rückläufig. Sie bewegen sich allerdings in einzelnen Ländern immer noch auf einem hohen Niveau. Dagegen ist die staatliche Finanzpolitik in den westlichen Industrieländern bisher im großen und ganzen eher gelockert als verschärft worden. Diese gegenläufige Tendenz von Geldpolitik und öffentlicher Haushaltgebarung schafft, abgesehen vom darin enthaltenen konjunkturpolitischen Konfliktstoff, zunehmende Schwierigkeiten bei der Finanzierung der öffentlichen Defizite über den Geld- und Kapitalmarkt und verschärft dadurch den im Gang befindlichen Zinsauftrieb.

Bestrebungen, die Lohn- und Preissteigerung auf dem Wege der Einkommenspolitik in den Griff zu bekommen, sind in letzter Zeit auf zunehmende Schwierigkeiten gestoßen. In Großbritannien sind die staatlichen Richtlinien für die Lohnentwicklung wiederholt mit Streikaktionen durchbrochen worden. Die Haussa an den internationalen Rohwarenmärkten hat die Durchsetzung von Preiskontrollen oder Preisstopps erschwert oder gar verunmöglicht. In den Vereinigten Staaten sind deshalb die Preis- und Lohnkontrollen auf Ende April 1974 aufgehoben worden, nachdem sie bereits zuvor sukzessive gelockert worden waren.

Im folgenden wird kurz die wirtschaftliche Entwicklung der letzten Monate in einigen der wichtigeren Industrieländer dargelegt.

Die *Vereinigten Staaten* wiesen im ersten Quartal 1974 die höchste Inflationsrate seit mehr als 20 Jahren und die schärfste Kontraktion des realen Wachstums seit dem Rezessionsjahr 1958 auf. Das reale Bruttosozialprodukt nahm, auf Jahresbasis umgerechnet, um 6,3% ab, verglichen mit einer Zunahme von 1,6% im vierten Quartal 1973. Für den Rückgang war vor allem die Entwicklung in der Automobilindustrie als Folge der Erdölkrise sowie in der Bauindustrie verantwortlich, die besonders von der restriktiven Geldpolitik betroffen wurde. Der private Konsum entwickelte sich ebenfalls bescheiden, während die industrielle Investitionstätigkeit und die Lagerinvestitionen lebhaft waren. Die Jahreszuwachsrate bei den Konsumentenpreisen liegt seit Februar über 10%, während sie sich bei den Großhandelspreisen von 20,8% im Januar auf 18,8% im April leicht abschwächte. Da die Löhne mit der Preisentwicklung im allgemeinen nicht Schritt hielten, erlitten die Arbeitnehmer einen realen Einkommensrückgang. Dies führte dazu, daß beim Abschluß neuer Lohnverträge in letzter Zeit vermehrt Indexklauseln eingeführt wurden. Die Währungsbehörden sind bestrebt, weiterhin einen restriktiven Kurs zu steuern. Angesichts der hohen Kreditnachfrage führte dies zu stark steigenden Zinssätzen. Die Prime Rate erreichte nach einem vorübergehenden Rückgang

am Jahresbeginn Ende Mai einen Rekordstand von 11,5%. Dadurch gerieten die Hypothekarinstitute und der Wohnungsbau ganz allgemein in Schwierigkeiten, denen durch zinsgünstige Kredite von seiten des Staates begegnet werden soll.

Die Wirkungen der Erdölkrise wurden in *Großbritannien* durch den Arbeitskonflikt in der Bergbauindustrie verstärkt. In der Folge mußte die Wirtschaft im Dezember teilweise zur Dreitagewoche übergehen. Der dadurch entstandene Produktionsrückgang von etwa 10% wird im Verlaufe des Jahres kaum mehr aufgeholt werden können, so daß für 1974 mit einem leichten Rückgang des realen Sozialproduktes gerechnet werden muß. Im Anschluß an die Neuwahlen und den nachfolgenden Regierungswechsel im März hat sich die Wirtschaftslage, nachdem die Lohnforderungen im Bergbau weitgehend erfüllt worden waren, wieder relativ rasch normalisiert. Die Konsumnachfrage blieb jedoch weiterhin schwach. Das Budget der neuen Regierung soll sich auf die Entwicklung der Gesamtnachfrage praktisch neutral auswirken, brachte aber durch verschiedene Steuererhöhungen und eine Anhebung der Tarife für öffentliche Dienstleistungen sowie Erhöhung der Sozialleistungen und Subventionierung von Grundnahrungsmitteln eine spürbare Einkommensumverteilung. Die restriktive Geldpolitik ist leicht gelockert worden, um eine allzu starke Liquiditätsverknappung zu verhindern und das Zinsniveau etwas zu mäßigen. Die Inflation hat sich in den letzten Monaten laufend beschleunigt. Die Jahreszuwachsrate bei den Konsumentenpreisen stieg von 10,9% im Dezember 1973 auf 15,2% im April 1974; bei den Erzeugerpreisen der Industrie im gleichen Zeitraum von 10,2 auf 23,9%. Der Preisanstieg war teilweise durch die Erhöhung der indirekten Steuern bedingt. Wegen der im letzten November im Rahmen der Einkommenspolitik teilweise eingeführten Indexierung der Löhne bewirkte diese Preisentwicklung Ende Mai unmittelbar eine weitere Lohnsteigerung.

Die Erdölkrise hatte in der *Bundesrepublik Deutschland* in den Monaten Dezember und Januar einen deutlichen Einbruch bei der Inlandnachfrage zur Folge. In den folgenden Monaten entwickelte sich die Lage in den einzelnen Branchen unterschiedlich. Während die Automobilindustrie weiterhin einen erheblichen Produktionsrückgang verzeichnete und die Nachfrage auch in der Textilindustrie und namentlich im Bausektor schwach blieb, belebte sich die Nachfrage nach Investitionsgütern wieder. Unvermindert lebhaft blieb die Nachfrage aus dem Ausland. Trotz der Wechselkursentwicklung und den Erdölpreissteigerungen stiegen die Exporte schneller als die Importe, so daß der bereits hohe Aktivsaldo in der Handelsbilanz noch weiter zunahm.

Die Inflationsrate hat sich, gemessen am Konsumentenpreisindex, vom Höchststand im Dezember wieder leicht auf 7,1% im April zurückgebildet. Angesichts der raschen Steigerung der Erzeugerpreise – sie lagen im April bereits 13,2% über dem Vorjahresstand – und der Lohnentwicklung, die deutlich über den von der Regie-

zung als tragbar erachteten Rahmen hinausging, ist aber kaum mit einer weiteren nennenswerten Abschwächung des Preisauftriebs zu rechnen.

Die Geldpolitik verfolgt weiterhin im wesentlichen den schon vor einiger Zeit eingeschlagenen restriktiven Kurs, während die finanzpolitischen Restriktionen unter dem Eindruck des «Erdölschocks» im Dezember weitgehend gelockert worden sind. Einerseits soll ein globaler Restriktionskurs zur Inflationsbekämpfung beibehalten werden, während man Beschäftigungseinbrüchen in einzelnen Regionen und Branchen durch gezielte Aktionen zu begegnen sucht. Der Mittelbedarf zur Finanzierung der öffentlichen Defizite schafft aber angesichts der restriktiven Geldpolitik erhebliche Spannungen am Kapitalmarkt.

In *Frankreich* hat sich das Wirtschaftswachstum in den vergangenen Monaten leicht verlangsamt. Dies war jedoch eher durch Engpässe in der Produktionskapazität als durch eine Abschwächung der Nachfrage bedingt. Lediglich die Automobilindustrie hatte in jüngster Zeit – später als in anderen Ländern – einen deutlichen Nachfragerückgang zu verzeichnen. Die Auslandsnachfrage nach französischen Produkten blieb hoch, doch stiegen die Importe wegen der Preisentwicklung bei Erdölprodukten und bei Rohstoffen allgemein wesentlich stärker. Dadurch verschlechterte sich die Handelsbilanz seit Jahresbeginn rasch. Sie wies in den ersten vier Monaten bereits ein Defizit von 5,3 Mrd FF auf, während im Vorjahr noch ein Überschuß zu verzeichnen gewesen war. Der Preisanstieg hat sich auch in Frankreich beschleunigt. Die Konsumentenpreise lagen im April um 13,2% über dem Vorjahresstand. Bei den Großhandelspreisen betrug die Steigerung sogar 33,7%. Aus diesem Grunde sind die Restriktionsmaßnahmen, vor allem auf dem Kreditsektor, im Dezember und nochmals im März verschärft worden. Der Tod von Präsident Pompidou führte praktisch zu einer weitgehenden Lähmung der Wirtschaftspolitik der Regierung. Außerdem machte ein wochenlanges Streik im Bankensektor eine Kontrolle der Kreditfähigkeit der Banken weitgehend unmöglich.

Der im letzten Jahr in Gang gekommene Wirtschaftsaufschwung in *Italien* setzte sich im ersten Quartal 1974 fort. Die Industrieproduktion lag rund 15% über dem – allerdings durch Arbeitskonflikte beeinträchtigten – Vorjahreswert. Der Export wies ebenfalls nominelle Zuwachsraten von über 50% auf, konnte aber mit der noch rascheren Importsteigerung nicht Schritt halten. Die Belebung der Wirtschaftstätigkeit wurde so überschattet von einer rapiden Verschlechterung der Handels- und der Zahlungsbilanz einerseits und der Beschleunigung der Inflation andererseits. Die Devisenverluste erreichten angesichts der starken Kapitalflucht ein Ausmaß, welches Regierung und Notenbank zu drastischen Maßnahmen zwang.

Die Regierung führte deshalb nach Konsultationen mit dem Internationalen Währungsfonds anfangs Mai zur Dämpfung der Einfuhren und Sanierung der Zahlungs-

bilanz ein Importdepot von 50% des Einfuhrwertes ein, das für 6 Monate zinslos bei der Zentralbank hinterlegt werden muß. Von der Belastung sind vor allem Rohstoffe ausgenommen worden.

Ferner wurde die restriktive Geld- und Kreditpolitik im März wesentlich verschärft, indem der Diskontsatz von 6,5 auf 9% erhöht und der Kreditzuwachs bis Ende März 1975 auf 15% festgelegt wurde. Die immensen Haushaltsdefizite des öffentlichen Sektors, die bisher weitgehend durch Geldschöpfung finanziert worden sind, sollen durch Steuer- und Tarifierhöhungen reduziert werden.

In *Belgien* dauerte der Konjunkturaufschwung mit Ausnahme der Automobil- und der Bauindustrie an, während in den *Niederlanden* bei abgeschwächtem Wachstum die Bekämpfung der hauptsächlich strukturell bedingten Arbeitslosigkeit im Vordergrund steht. In beiden Ländern hielt der Preisauftrieb an; in Belgien hat er sich sogar stark beschleunigt. In *Österreich* hat sich der Wirtschaftsaufschwung noch verstärkt. Auch hier gehen vor allem von der Exportnachfrage kräftige Auftriebsimpulse aus. In *Schweden* konnte die mehr als zwei Jahre dauernde Stagnation überwunden werden. Die hohe Auslandsnachfrage ist nun auch von einer Belebung der internen Konsum- und Investitionsnachfrage begleitet, verstärkt durch Stimulierungsmaßnahmen des Staates.

In *Kanada* schwächte sich das Wirtschaftswachstum im Gegensatz zu den Vereinigten Staaten nur wenig ab. Die Hauptimpulse gehen von den Exporten und von der industriellen Investitionstätigkeit aus. Die Arbeitslosenquote hat sich auf einem für kanadische Verhältnisse relativ tiefen Niveau von etwa 5,5% stabilisiert. Die Regierung *Japans* befolgte in den letzten Monaten wegen der stark defizitär gewordenen Zahlungsbilanz und der galoppierenden Inflation eine ausgesprochen restriktive Wirtschaftspolitik. Als Folge davon hat sich inzwischen sowohl die private als auch die öffentliche Nachfrage deutlich abgeschwächt. Die Wachstumsrate der Produktion ist zurückgegangen. Für das laufende Jahr wird mit einem realen Wachstum von nur noch etwa 1,5% gerechnet, was für japanische Verhältnisse einer Rezession gleichkommt. Der Preisauftrieb hat sich in letzter Zeit auf sehr hohem Niveau stabilisiert. Im April lagen die Konsumentenpreise um 24,6% und die Großhandelspreise um 35,7% über dem Vorjahresstand. Japan stand damit in der Inflationsrangliste an der Spitze der Industrieländer.

### **Zum internationalen Währungsgeschehen**

An den internationalen Devisenmärkten stand während der vergangenen Monate vor allem die schwache Haltung des Dollars im Vordergrund. In der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres hatte sich der Dollarkurs zusehends erholt. Er erreichte Anfang Januar 1974 im Verhältnis zu den «starken» Währungen Europas annähernd

wieder den Stand, den er unmittelbar nach der zweiten Dollarabwertung vom Februar 1973 eingenommen hatte. Die unerwartet rasche und starke Besserung der amerikanischen Zahlungsbilanzverhältnisse und die anhaltende Erholung des Dollarkurses veranlaßten die amerikanischen Behörden, die vor Jahren eingeführten Kapitalexportrestriktionen auf Anfang Februar 1974 gänzlich aufzuheben. Die Währungsbehörden der Vereinigten Staaten benützten die günstige Entwicklung ferner, um ihre zum Teil bereits seit Jahren ausstehenden Währungsverpflichtungen gegenüber dem Ausland etwas abzutragen.

Die weitere Entwicklung an den Devisenmärkten zeigte indessen sehr bald, daß die völlige Aufhebung der amerikanischen Maßnahmen zur Eindämmung der Kapitalabflüsse ins Ausland verfrüht erfolgte. Mit der Abschaffung der Zinsausgleichssteuer schrumpfte das Zinsgefälle zwischen den USA und Europa zusammen. Die amerikanischen Banken erhöhten in den folgenden Monaten ihre Kredite an das Ausland in einem bedeutenden Umfange. Nach der Aufhebung des Erdölboykottes gegenüber den Vereinigten Staaten begann sich sodann die massive Erhöhung der Erdölpreise auf die amerikanische Handelsbilanz spürbar auszuwirken. Die ungünstiger werdenden Handelsbilanzzahlen drückten den Dollarkurs an den internationalen Devisenmärkten ebenfalls. Wie bereits im vergangenen Jahre ging dabei die Entwicklung der Devisenkurse, nachdem der Trend einmal umgeschlagen hatte, eindeutig über das ökonomisch gerechtfertigte Maß hinaus. Es zeigte sich erneut, daß die Bestimmung der Devisenkurse bei freiem Schwanken in hohem Maße von psychologischen Momenten, von momentanen Stimmungen, Erwartungen und Befürchtungen des Devisenhandels abhängig ist. Gegenüber dem Schweizerfranken fiel der Dollarkurs von 3.44, seinem höchsten Stand im Januar, auf 3.10 Ende Februar, 3.00 Ende März, und ging nach einer vorübergehenden Erholung im April bis Mitte Mai auf 2.77, den tiefsten Punkt dieses Jahres, zurück. Eine im Anschluss an die monatliche BIZ-Sitzung der Notenbankgouverneure abgegebene Erklärung, daß die Währungsbehörden der Vereinigten Staaten bereit seien, den Dollarkurs allenfalls zusammen mit den Notenbanken der Bundesrepublik Deutschland und der Schweiz gegen ein weiteres Absinken zu stützen, hatte unverzüglich eine Erholung des Dollars zur Folge. Im Verhältnis zum Schweizerfranken stieg der Dollar bis Ende Mai auf 2.9750. Seither hielt sich der Kurs mit verhältnismäßig geringfügigen Schwankungen auf diesem Niveau. Eine ähnliche Entwicklung zeigte der Dollarkurs auch gegenüber der D-Mark. Die amerikanischen Währungsbehörden wie auch die Deutsche Bundesbank haben wiederholt an den Devisenmärkten interveniert, um stärkere Kursschwankungen nach beiden Seiten aufzufangen.

Die Verschlechterung der italienischen Zahlungsbilanz, die als Folge der massiven Erdölverteuerung und einer zunehmenden Kapitalflucht in den vergangenen Monaten ein dramatisches Ausmaß annahm, zwang die italienischen Behörden zu umfangreichen Interventionen, um einen zu weit gehenden Zerfall des Lirakurses

zu verhindern. Die italienische Notenbank verlor dadurch Devisenreserven im Umfange von rund einer Milliarde Dollar monatlich. Sie verschaffte sich zusätzliche Devisen durch eine ausgedehnte Kreditaufnahme von Wirtschaft und Banken im Ausland sowie eine Ziehung auf den Internationalen Währungsfonds. Nach Angaben des italienischen Notenbankgouverneurs stieg die Auslandverschuldung Italiens dadurch auf rund 10,5 Mrd Dollar an und dürfte damit die Grenze des wirtschaftlich Tragbaren erreicht haben. Die italienische Regierung entschloss sich daher, der unhaltbar gewordenen Zahlungsbilanzentwicklung durch Einführung eines Importdepots von 50% auf dem Wert der meisten importierten Waren zu begegnen. Weitere Maßnahmen zur Wiederherstellung eines besseren wirtschaftlichen Gleichgewichts scheiterten bisher an politischen Schwierigkeiten.

Auch in Großbritannien sahen sich die Währungsbehörden gezwungen, den Kurs des Pfundes durch beträchtliche Devisenabgaben an den Markt zu stützen. Ein weiteres Absinken des Pfundkurses wurde wegen des damit verbundenen inflatorischen Preisauftriebs bei den Importwaren als untragbar erachtet. Die Kreditaufnahme im Ausland zur Finanzierung des Zahlungsbilanzdefizits hat in Großbritannien ebenfalls bereits zu einer sehr beträchtlichen Auslandverschuldung geführt. Sie wird auf etwa 7 bis 8 Mrd Dollar geschätzt.

Eine ähnliche Entwicklung wie in Italien und Großbritannien läßt sich schließlich ebenfalls in Japan feststellen. Auch in Japan zwang die rapide Verschlechterung der Zahlungsbilanz die Notenbank zu zeitweise beträchtlichen Devisenverkäufen, um ein allzustarkes Absinken des Yen-Kurses zu verhindern. Die japanischen Banken haben in großem Umfange Kredite im Ausland aufgenommen.

Die Geschehnisse der vergangenen Monate haben die bereits im letzten Jahr gemachten Erfahrungen bestätigt, daß der Markt bei frei schwankenden Wechselkursen keine ausgeglichene Kursentwicklung zu gewährleisten vermag, sondern eher extreme Abweichungen nach der einen oder anderen Seite zu begünstigen scheint. Die Entwicklung in Italien, Großbritannien und Japan zeigt sodann, daß es in der Praxis nicht möglich ist, ernsthafte Zahlungsbilanzschwierigkeiten allein durch Freigabe der Wechselkurse zu lösen. Bei solchen Störungen wird vielmehr verhältnismäßig rasch ein Punkt erreicht, wo die Kursentwicklung, bliebe sie sich selbst überlassen, zu völlig untragbaren Verhältnissen führen würde. Das «Floating» bildet, dies dürften die jüngsten Erfahrungen wohl eindrücklich belegt haben, somit keinen Ersatz für die Aufrechterhaltung einer ausgeglichenen Zahlungsbilanz durch eine einigermaßen disziplinierte, das heißt ein gesamtwirtschaftliches Gleichgewicht währende Wirtschaftspolitik. Die kürzlichen Ereignisse haben ferner deutlich vor Augen geführt, daß auch eine Überbrückung von Zahlungsbilanzdefiziten mit Krediten aus dem Ausland nur begrenzt möglich ist und gleichfalls keinen Ersatz für eine Wirtschaftspolitik darstellt, welche die Volkswirtschaft eines Landes gesamthaft im Gleichgewicht hält.

Wenn auch die teilweise außerordentlich starken Wechselkursschwankungen bisher die Entwicklung des internationalen Handelsverkehrs nicht spürbar beeinträchtigt zu haben scheinen, so haben sie doch offenbar da und dort ganz erhebliche Kursverluste zur Folge gehabt. Größere Verluste, die bei einzelnen Bankinstituten aufgetreten sind, haben in den zurückliegenden Wochen und Monaten zu einer deutlichen Sensibilisierung, ja Unsicherheit in internationalen Bank- und Finanzkreisen geführt. Ernste Liquiditätsschwierigkeiten einzelner Banken hatten sowohl in Großbritannien als auch in den Vereinigten Staaten zur Folge, daß die Notenbanken in zum Teil beträchtlichen Beträgen mit ihrer Hilfe einschreiten mußten. Die neuartigen Probleme, die sich im Gefolge der Erdölkrise am Euromarkt abzeichnen, lassen auf jeden Fall besondere Aufmerksamkeit und Vorsicht in diesem Bereich geboten erscheinen.

Nach dem ersten Schock, den der Ausbruch der Erdölkrise ausgelöst hatte, begann sich zu Beginn des Jahres in maßgeblichen internationalen Gremien zunächst die Auffassung durchzusetzen, daß die enormen Zahlungsbilanzfehlbeträge der erdölimportierenden Industrieländer ohne allzu große Schwierigkeiten durch sogenanntes «Recycling» von Geldern der erdölproduzierenden Staaten finanziert werden könnten. Die Erdöländer werden, so wurde angenommen, ihre Einnahmenüberschüsse im wesentlichen an den Finanzmärkten der Industrieländer, namentlich aber am Euromarkt anlegen. Dieses Mittelangebot würde es den Defizitländern erlauben, entsprechende Kredite zur Überbrückung ihres Zahlungsbilanzdefizits aufzunehmen. Tatsächlich haben Japan, Italien, Großbritannien und Frankreich denn auch in den vergangenen Monaten in großem Ausmaße Gelder aufgenommen. Wie aber bereits dargelegt worden ist, hat sich inzwischen gezeigt, daß diesem Weg eines Zahlungsbilanzausgleichs engere Grenzen gezogen sind, als anfänglich angenommen wurde und diese Grenzen in einzelnen Fällen inzwischen bereits erreicht worden sein dürften.

Nachdem Italien am 7. Mai Maßnahmen ergriffen hatte, um durch Drosselung der Importe die Zahlungsbilanz zu sanieren, traf nur wenig später Dänemark Vorkehrungen zur Dämpfung der inländischen Nachfrage und damit der Importe. Dieser Tage hat sodann die neue französische Regierung ein drastisches Programm zur Eindämmung der Nachfrageexpansion und zur Beseitigung des Zahlungsbilanzdefizits innerhalb von 18 Monaten angekündigt. Vor allem die Importrestriktionen Italiens haben in weiten Kreisen Besorgnis hervorgerufen, dies könnte eine weltweite Eskalation gegenseitiger Handelsbeschränkungen einleiten. Da die massive Erdölpreiserhöhung wie auch die namhafte Verteuerung zahlreicher Rohstoffe die Ertragsbilanzen der meisten Industrieländer defizitär werden läßt, führen Maßnahmen, die einzelne dieser Länder zur Sanierung ihrer Zahlungsbilanzen treffen, zwangsläufig dazu, die Zahlungsbilanzprobleme der übrigen Länder zu erschweren. Die Gefahr ist somit beträchtlich, daß es zu einer Kettenreaktion von Importbremsungsmaßnahmen kommt, bei der sich die

Länder die Erreichung besserer Handels- und Ertragsbilanzergebnisse gegenseitig erschweren.

Um dieser Gefahr zu begegnen, haben sich die an der OECD beteiligten Länder anlässlich der letzten Tagung des Ministerrates vom 30. Mai 1974 bereit erklärt, für die Dauer eines Jahres auf besondere Maßnahmen zur Behinderung der Importe oder künstlichen Stimulierung der Exporte zu verzichten. Mit dem gleichen Ziele ist im weiteren eine Übereinkunft unter den Mitgliedländern des Internationalen Währungsfonds geplant, in der sich diese verpflichten sollen, für die Dauer von 2 Jahren keine Handelsrestriktionen ohne vorherige Zustimmung des Währungsfonds einzuführen.

Die Arbeiten zur Errichtung eines neuen, umfassenden internationalen Währungssystems, welches dasjenige von Bretton Woods ablösen sollte, und die im Herbst 1972 vom «Zwanziger Ausschuß» des Währungsfonds in Angriff genommen worden waren, sind auf Mitte dieses Jahres eingestellt worden. Das Stellvertreter-Gremium der «Zwanzig» hat den Bericht über die bisher erarbeiteten Reformvorstellungen, eine revidierte und erweiterte Fassung des bereits in Nairobi vorgelegten Papiers, den Finanzministern des «Zwanziger-Ausschusses» an ihrer wahrscheinlich letzten Sitzung vom 12./13. Juni 1974 in Washington unterbreitet. Nach vorherrschender Auffassung lassen sich die darin enthaltenen Reformideen als Folge der inzwischen eingetretenen Ereignisse, vor allem wegen der Erdölprobleme, in absehbarer Zeit nicht verwirklichen. Angesichts der Ungewißheit über die künftige Entwicklung der Zahlungsbilanzverhältnisse dürfte es bis auf weiteres kaum möglich sein, die einzelnen Länder zu einer Abkehr vom derzeitigen «Floating» und zum Beitritt zu einem ganz neuen System mit verbindlich und auf längere Zeit festgelegten Spielregeln und Verpflichtungen zu veranlassen.

Die Währungsdiskussion hat sich deshalb nunmehr den Problemen einer Regelung der wichtigsten Fragen in der gegenwärtigen Übergangsphase zugewandt. Die Finanzminister des «Zwanziger Ausschusses» haben sich an der bereits erwähnten Sitzung grundsätzlich auf gewisse Spielregeln geeinigt, deren Beachtung den Mitgliedländern des Währungsfonds beim «Floating» der Wechselkurse empfohlen wird. Ferner wurde ein Beschluß über die Bewertung und Verzinsung der Sonderziehungsrechte gefaßt. Ihr Wert soll nicht mehr am Goldgehalt, sondern an ihrem Verhältnis zu einem «Korb» von 16 führenden Währungen mit genau festgesetzten Gewichtsanteilen bemessen werden. Im weiteren wurde die Schaffung einer sogenannten Öfazilität gutgeheißen, mit deren Hilfe Liquiditätsüberschüsse der Erdöländer den Ländern zugeleitet werden können, deren Zahlungsbilanzen durch die Erdölverteuerung besonders stark betroffen werden. Schließlich soll im Währungsfonds selbst ein neues, vorerst konsultatives Organ geschaffen werden, bestehend aus den Finanzministern einer Gruppe von Mitgliedländern. Diese Gruppe wird wahrscheinlich sehr ähnlich zusammengesetzt sein wie der bisherige «Zwanziger Ausschuß».

Die Bestrebungen, die vorhandenen Währungsgoldreserven zu mobilisieren, haben an einer Zusammenkunft der alten «Zehner-Gruppe», die am 10. Juni 1974 in Washington stattfand – in ihr ist bekanntlich auch die Schweiz durch einen Beobachter vertreten –, zu einer Verständigung geführt, wonach Gold als Hinterlage für Währungskredite zwischen einzelnen Währungsbehörden verwendet werden kann. Die Bewertung des Goldes in solchen Kreditabkommen ist grundsätzlich der Vereinbarung zwischen den jeweiligen Parteien überlassen. Sie wird sich weitgehend nach dem Marktpreis richten und braucht auf jeden Fall nicht zu den bisherigen offiziellen Paritäten zu erfolgen.

### Die Konjunktorentwicklung in der Schweiz

In den vergangenen Monaten bewegte sich die Wirtschaftstätigkeit in unserem Lande auf einem gesamthaft nach wie vor hohen Niveau. Die Entwicklung in den einzelnen Bereichen läßt jedoch eine zunehmende Differenzierung der konjunkturellen Lage erkennen. Während die Nachfrage des Auslandes nach schweizerischen Exporterzeugnissen bisher unvermindert anstieg, zeigen sich deutliche Anzeichen einer allmählichen Abschwächung bei den binnenwirtschaftlichen Auftriebskräften. Dies gilt namentlich für den Baumarkt, wo die Nachfrage sowohl im Wohnungsbau als auch bei den industriell-gewerblichen wie bei den öffentlichen Bauten spürbar nachgelassen hat. Es gilt aber auch für die private Konsumnachfrage, die nach Ausklammerung des Preisanstiegs weitgehend zu stagnieren scheint. Anders als bei den Warenexporten zeichnet sich sodann auch im Fremdenverkehr eine gewisse Abkühlung der bisherigen ausländischen «Nachfrage» ab. Die Industrievermochte ihre Produktionsergebnisse in den ersten drei Monaten des laufenden Jahres trotz einer weiteren leichten Abnahme der Arbeiterzahl beachtlich zu steigern. Die Lage am Arbeitsmarkt blieb nach wie vor angespannt.

Der Anstieg der Konsumgüterpreise hat sich in den letzten Monaten vorübergehend etwas verlangsamt. Angesichts bedeutender Preiserhöhungen auf der Grosshandelsstufe und zahlreicher kostenbedingter Preisadjustierungen, mit denen noch zu rechnen ist, dürften einem weiteren Rückgang der Teuerungsrate allerdings verhältnismäßig enge Grenzen gezogen sein. Beachtung verdient die weitere Abschwächung des Preisauflriebs im Bausektor.

Die in den vergangenen Monaten veröffentlichten Geschäftsberichte bestätigen den Eindruck, daß die schweizerische Exportindustrie bisher im allgemeinen mit schwankenden Wechselkursen recht gut fertig zu werden vermochte, obschon damit eine erhebliche zusätzliche Aufwertung des Frankens einherging. Es sind jedoch nach Branchen und Firmen recht erhebliche Unterschiede festzustellen, Unterschiede, die im wesentlichen wohl mit der jeweiligen Marktstellung zusammenhängen. Die Wechselkursentwicklung scheint dabei gewisse bereits im Gang befindliche strukturelle Entwicklungstendenzen

denzen noch verschärft zu haben. Schwierigkeiten lassen sich in der Bekleidungsindustrie feststellen, die ihrerseits wieder auf die zum Teil ihr vorgelagerte Textilindustrie zurückwirkten. Weitgehend stagnierende Auslandsumsätze wies, wenn die Preisentwicklung ausgeklammert wird, auch die Nahrungs- und Genußmittelindustrie auf, während zahlreiche Unternehmen der Maschinen-, Metall- und Apparateindustrie beachtliche Umsatz-, Gewinn- und Cash Flow-Steigerungen melden konnten. Wird allerdings die eingetretene Teuerung in Anrechnung gebracht, so nehmen sich auch diese Zuwachszahlen wesentlich bescheidener aus. In manchen Fällen erweist es sich, daß die realen Steigerungsraten unter jenen der vergangenen Jahre liegen. Der hohe Grad der Inflation erschwert sowohl eine genaue betriebswirtschaftliche Kalkulation als auch eine zuverlässige Beurteilung der notwendigerweise in Nominalwerten ausgedrückten wirtschaftlichen Bezugsgrößen.

Diese Feststellung trifft auch auf die schweizerischen Außenhandelszahlen in den ersten vier Monaten des laufenden Jahres zu, die durch den starken Preisauflrieb aufgebläht worden sind. Die Importe nahmen wertmäßig gegenüber dem gleichen Zeitraum des Vorjahres um 25,9% auf 14,5 Mrd Franken, die Exporte um 24,9% auf 11,5 Mrd Franken zu. Dies ergab ein Handelsbilanzdefizit von 3,1 Mrd Franken oder 30% mehr als vor Jahresfrist. 78,9% der Importe waren durch Exporte gedeckt (Vorjahr: 79,6%).

Die *Einfuhr* von Energieträgern stieg im Zeitraum Januar bis April 1974 wertmäßig um mehr als das Doppelte, während die Menge stagnierte. Der Importwert von Rohstoffen und Halbfabrikaten nahm bei praktisch konstanter Menge um ein Drittel zu. Die Investitionsgüterbezüge erhöhten sich um rund 10%, wobei diese Zahlen ein in dieser Zeit geliefertes Großraumflugzeug miteinschließen. Die Zuwachsrate der Konsumgüterimporte war wertmäßig mit 6,6% erheblich geringer als in der betreffenden Periode des Vorjahres (+11,0%), während die Bezüge der Menge nach unverändert blieben. Die Importe aus dem EWG-Raum nahmen um 22,2% zu und erreichten damit rund zwei Drittel des Gesamttotals. Der Anteil der Einfuhr aus der EFTA war mit 9,3% des Totals leicht rückläufig. Die Bezüge aus europäischen Ländern insgesamt nahmen um 22,6% zu und erreichten damit knapp vier Fünftel aller Importe.

Die Exporte nach Europa nahmen dem Werte nach um 26,9% auf 8,0 Mrd Franken zu. Die Lieferungen nach der EWG registrierten einen Anstieg um 25,9% auf 5,4 Mrd, wobei vor allem Italien (+41,5%), die Niederlande (+38,0%), Großbritannien (+25,5%), Belgien (+24,3%), Frankreich (+22,4%) und die Bundesrepublik (+19,6%) ihre Bezüge aus der Schweiz erhöhten. Die Ausfuhr nach den EFTA-Staaten stieg um 25,9% auf 1,5 Mrd Franken. Der Export nach überseeischen Gebieten entwickelte sich unterschiedlich. Während die Ausfuhrwerte nach Nordamerika um knapp 2% auf 0,9 Mrd abnahmen, erhöhten sich jene nach Japan (+39,1%), Hongkong (+30,3%), Südafrika (+60,0%), Australien (+56,8%) und Brasilien (+32,1%) stark.

Von den einzelnen Branchen hatte die chemische Industrie mit 37,5% auf 2,8 Mrd Franken die stärkste Ausweitung des Auslandabsatzes zu verzeichnen. Die Exporte der Maschinen- und Metallindustrie stiegen um beinahe 20% auf 5,7 Mrd Franken, wobei sich die Verkäufe von nichtelektrischen Maschinen um 15,6%, jene der elektrischen Maschinen und Apparate um 20,4%, die der optischen und feinmechanischen Geräte um 13,7% sowie jene der Uhren um 19,3% erhöhten. Die Ausfuhr von Textilien und Bekleidung belief sich auf 1 Mrd, womit der Vorjahreswert um 11,5% übertroffen wurde. Die mit Abstand schwächste Zuwachsrate registrierte die Gruppe der Nahrungs- und Genußmittel mit 5,7%.

Die starke Teuerung scheint sich dämpfend auf die privaten Konsumausgaben auszuwirken. Die Wertumsätze im Detailhandel lagen im 1. Quartal 1974 um 6,0% über dem Stand vor Jahresfrist, verglichen mit Wachstumsraten von 9,2% im 4. Quartal 1973 und von 6,8% im 1. Quartal 1973. Im Januar und Februar betrug die nominale Umsatzzunahme je rund 7%, im März 3,7% und im April 8,9%. Bei Bekleidungsartikeln und Textilwaren nahmen die Verkäufe des 1. Quartals um 6,1% zu, bei Nahrungs- und Genußmitteln um 3,9% und bei den Produkten der übrigen Branchen um 8,2%. Die Tatsache, daß verschiedene Detailhandelsorganisationen seit März 1974 keine Rabattmarken mehr abgeben und zu Nettopreisen verkaufen, erschwert allerdings Vergleiche mit den Vorjahreswerten. Mengenmäßig dürften die im 1. Quartal erzielten Umsätze unter jenen des Vorjahres liegen, und zwar um schätzungsweise 2-5% bei Nahrungs- und Genußmitteln sowie bei Bekleidungsartikeln und Textilwaren und um rund 10% beim Total der übrigen Güter.

Auch im schweizerischen Fremdenverkehr stagnierte die Entwicklung. In den ersten drei Monaten erreichte die Zahl der Übernachtungen in den Hotel- und Kurbetrieben mit 8,2 Mio knapp das Vorjahresergebnis. Die um 2½% geringere Frequenz der ausländischen Besucher wurde durch eine Zunahme des Inlandtourismus annähernd kompensiert. Der Anteil der Schweizer Gäste am Total stieg von 43,9% auf 45,1%. Bei den ausländischen Besuchern fällt vor allem der Rückgang der Gästezahlen aus den USA, Großbritannien, Italien und den Niederlanden auf. Er wurde durch die etwas höheren Frequenzen aus Frankreich, Skandinavien, Japan, Belgien und den osteuropäischen Ländern nicht wettgemacht.

Alle vorliegenden Zahlen weisen auf eine merkliche Abkühlung des bisherigen Baubooms hin. So sind gemäß den kürzlich veröffentlichten Erhebungen des Delegierten für Konjunkturfragen für das laufende Jahr Bauvorhaben im Betrage von insgesamt 27,8 Mrd Franken vorgesehen. Dies entspricht im Vergleich zu 1973 einem nominalen Rückgang um 3,5% (Vorjahr: +17%). Erstmals seit acht Jahren ist damit der jeweilige Vorjahresstand nicht mehr erreicht worden.

Eine deutliche Verlangsamung zeichnet sich insbesondere im Wohnungsbau ab. In den ersten vier Monaten 1974 sind in den 92 Städten 9065 Wohnungen oder 3,4%

weniger als im Vorjahr erstellt worden. Noch wesentlich deutlicher (19,1%) ist der Rückgang bei den erteilten Baubewilligungen (8225). Da die Zahl der Baubewilligungen bereits 1973 um rund 19% auf 63000 sank, ist in den nächsten Monaten mit einer anhaltenden Produktionsverlangsamung zu rechnen. Die dem Delegierten für 1974 gemeldete Plansumme im privaten Wohnungsbau liegt nominal um 7% unter dem Wert von 1973. Der Prozentsatz des Leerwohnungsbestandes hat sich von Ende 1972 bis Ende 1973 auf 0,6% oder 11500 Wohnungen verdoppelt. Bei rund 70% der Leerwohnungen handelt es sich um «teure» Wohnungen, die sich in den Agglomerationsgemeinden der großen Städte befinden.

Der rückläufige Trend der industriell-gewerblichen Investitionstätigkeit, der bereits im letzten Jahr zu beobachten war, dauerte im 1. Quartal 1974 an. In den Monaten Januar-März bildete sich die Zahl der gemeldeten Planvorlagen um 9,1% und das Raumvolumen der geplanten Neu- und Erweiterungsbauten um 12% zurück. Für das laufende Jahr sind nach der Erhebung des Delegierten Bauvorhaben im Betrage von 4,6 Mrd vorgesehen oder 11,3% weniger als 1973, so daß mit einer weiteren Abschwächung der industriellen und gewerblichen Bauinvestitionen zu rechnen ist.

Die zunehmenden Finanzierungsschwierigkeiten, denen sich Bund, Kantone und Gemeinden gegenübersehen, dürften auch zu einer Dämpfung der öffentlichen Bautätigkeit führen. Zwar ist der Wert der von der öffentlichen Hand in diesem Jahr insgesamt gemeldeten Bauvorhaben mit 10,5 Mrd um 3,9% höher als im Vorjahr, doch ist es fraglich, ob dieses Bauvolumen vollumfänglich zur Ausführung gelangen wird. Nach Berücksichtigung der zu erwartenden Teuerung ergibt sich auch bei voller Verwirklichung der vorgesehenen Vorhaben keine Steigerung der öffentlichen Bautätigkeit.

Die Lage am Arbeitsmarkt blieb insgesamt weiterhin angespannt. Die Beschäftigungsstatistik der Industrie weist für das 1. Quartal 1974 eine verglichen mit dem Vorquartal praktisch unveränderte Zahl von Beschäftigten aus. Einer leicht höheren Zahl von Arbeitnehmern in der Papier-, Uhren- sowie Metall- und Maschinenindustrie steht eine Abnahme in der Kautschuk- und Kunststoff-, der Tabak-, der Kleider- und Wäsche- sowie der Holzindustrie gegenüber. Die seit längerer Zeit beobachtete Abwanderung von Arbeitskräften aus dem primären und sekundären Sektor in den Dienstleistungsbereich dauerte an. Wiederum war der Zuwachs im Bankengewerbe mit über 4% am größten. Demgegenüber hat die Zahl der im Bausektor beschäftigten Arbeitnehmer im 1. Quartal dieses Jahres abgenommen. Zum Teil mag dies allgemein mit der weniger günstigen Lage im Baugewerbe, zum Teil mit den restriktiveren Vorschriften des Bundesrates für Saisonarbeiter zusammenhängen. Die Tatsache, daß die Zahl der von den Arbeitsämtern erfaßten offenen Stellen in jedem der vier ersten Monate dieses Jahres wesentlich niedriger als im Vorjahresmonat war, läßt auf einen gewissen Tendenzwandel schließen, ohne daß allerdings bereits eine spürbare Lockerung des Arbeitskräftemangels registriert werden konnte.

Besonders ausgeprägt war im 1. Quartal des laufenden Jahres der Anstieg der Lohnsätze. Er war das Resultat der auf Ende 1973 gewährten Anpassungen. Nach den vom BIGA veröffentlichten Zahlen wurden bei 78,3% (Vorjahr 74,6%) der von der Umfrage in Industrie und Baugewerbe erfaßten Arbeiter die Löhne erhöht. Die durchschnittliche Lohnerhöhung betrug 8,9% (8,0%). Das Lohnniveau aller erfaßten Arbeiter stieg damit gegenüber dem Vorquartal um 7,0%, verglichen mit 5,9% im 1. Quartal 1973 und 5,2% im 1. Quartal 1972. Innert Jahresfrist erreichte die Lohnsteigerung 10,1% (Vorjahr 9,3%).

Nach der im Dezember 1973 mit 11,9% erreichten höchsten Teuerungsrate hatte sich die Steigerung der Konsumentenpreise zunächst zusehends verlangsamt. Im April wies der Index der Konsumentenpreise mit 8,7% die geringste Zuwachsrate seit dem Oktober letzten Jahres auf. Unter Ausklammerung der Preise für Heizöl und Benzin hätte die Inflationsrate 7,1% betragen. Seither ist der Preisanstieg im Mai wieder auf 9,8% geklettert. Dafür war die Erhöhung der Mietpreise verantwortlich, die bekanntlich nur zweimal im Jahre, nämlich im Mai und November, im Index erfaßt wird. Zum Rückgang der Teuerungsrate von Januar bis April hatte namentlich die stark rückläufige Indexziffer für Heizung und Beleuchtung beigetragen.

Eine rasche Steigerung haben in den vergangenen Monaten die Großhandelspreise erfahren. Seit Januar beschleunigte sich der Aufwärtstrend des Großhandelspreisindex von 15,5% im Januar (Vorjahr 7,0%) auf 18,7% im April (9,3%) und 18,3% im Mai (9,6%). Diese Entwicklung war in erster Linie durch die explosive Verteuerung der Importgüter bedingt, die sich im Vergleich zum Vorjahresmonat von 26,2% im Januar (9,8%) auf 28,8% im April (12,2%) erhöhte. Innert Jahresfrist hat sich die bereits damals schon bemerkenswert hohe Teuerungsrate auf den Importwaren mehr als verdoppelt. Bei den Inlandgütern hingegen nahmen die Großhandelspreise zwar nur rund halb so viel zu, stiegen aber ebenfalls doppelt so stark wie im Vorjahr. Die Hausse der Großhandelspreise wird sich in den kommenden Monaten zwangsläufig auch auf die Konsumentenpreise übertragen.

### **Die Entwicklung am Geld- und Kapitalmarkt**

Der schweizerische Geld- und Kapitalmarkt stand während der ersten fünf Monate des laufenden Jahres im Zeichen einer ausgeprägten Mittelverknappung. Die zunächst im Bereich der kurzfristigen Gelder spürbar werdende Anspannung übertrug sich rasch auf den Kapitalmarkt und löste einen kräftigen Anstieg der Zinssätze aus, der mit einigen Verzögerungen allmählich das gesamte Zinsspektrum erfaßte. Der 1971 und 1972 durch enorme Geldzuflüsse aus dem Ausland entstandene Liquiditätsüberhang in Bankensystem und Wirtschaft wurde durch das reale Wirtschaftswachstum wie auch

die Preissteigerung sowie durch die Abschöpfungsoperationen der Nationalbank im Laufe des vergangenen Jahres allmählich abgebaut. Die Freigabe des Wechselkurses bzw. der Verzicht der Nationalbank auf jegliche Stützung des Wechselkurses, verhinderte eine weitere Ausdehnung der inländischen Geldversorgung durch ausländische Mittelzuflüsse. Das Geldvolumen konnte seit Ende Januar 1973 stabil gehalten werden.

Die über das Jahresende 1973 gewährte Finanzierungshilfe der Notenbank wurde im Januar 1974 schrittweise abgebaut; die letzten Dollar/Franken-Swaps wurden Mitte Monat aufgelöst. Um eine allzustarke Verknappung des Geldmarktes zu vermeiden, verschob die Nationalbank den Termin für die Rückzahlung der über Jahresende vorübergehend freigegebenen Mindestguthaben (rund 750 Mio Franken oder 20% des Sollbestandes) vom 14. Januar auf den 4. Februar. Das außergewöhnliche Ansteigen des Dollarkurses veranlaßte die Federal Reserve Bank of New York im Einvernehmen mit der Nationalbank, Schweizerfranken am Devisenmarkt zu erwerben, um damit ihre vor der Dollarabwertung im August 1971 eingegangenen Swap-Verpflichtungen gegenüber der Nationalbank zu vermindern. Zum Ausgleich des dadurch bewirkten Liquiditätsentzuges beschloß das Direktorium, den Sollbestand der Mindestguthaben um 40% zu reduzieren. Die Wiedereinzahlung der Ende 1973 vorübergehend freigegebenen Beträge entfiel damit.

Die Liquiditätsversorgung blieb im Februar und März trotz diesen Erleichterungen ausgesprochen knapp. Der Zinssatz für Dreimonatsfranken am Euromarkt, der schon seit Jahresbeginn den entsprechenden Eurodollarsatz überstiegen hatte – eine völlig neuartige Konstellation –, kletterte gegen Ende März wie schon im Januar auf 13%. In der Schweiz wurde der Ende Januar von 5½ auf 6% erhöhte Privatkontsatz mit Wirkung ab 1. April auf 6½% festgesetzt. Über das Quartalsende beanspruchten die Banken die kurzfristige Finanzierungshilfe der Notenbank im Ausmaß von 4,0 Mrd Franken, wobei die erstmals in diesem Jahr den Banken angebotenen Dollar/Franken-Swaps 2,5 Mrd erreichten, während zusätzlich der traditionelle Notenbankkredit mit 1,5 Mrd Franken beansprucht wurde.

Da sich nach Rückzahlung der über das Quartalsende eingeräumten Notenbankhilfe beträchtliche Liquiditätsengpässe und damit auch ein extremes Ansteigen der Eurofrankensätze abzeichneten, entschloß sich das Direktorium, auf Ende April einen Viertel der eingeforderten Mindestguthaben oder rund 550 Mio Franken freizugeben. Die außerordentlich hohen Eurofrankenzinssätze zogen beträchtliche Mittel an, hielten sie vom inländischen Kapitalmarkt fern und trugen damit maßgeblich zu den Plazierungsschwierigkeiten am Emissionsmarkt bei. Bei formell unveränderten Reservesätzen belief sich die Reduktion im Verhältnis zum Sollbestand damit auf 55%. Um die Zeit bis zur Rückzahlung der Mindestguthaben zu überbrücken, was aus technischen Gründen erst auf Ende Monat möglich war, wurden den Banken in entsprechendem Umfang Dollar/Franken-Swaps auf

einen Monat zur Verfügung gestellt. Die dadurch bewirkte Entspannung am Geldmarkt hatte einen deutlichen Rückgang der Eurofrankensätze zur Folge. Der Zinssatz für Dreimonatsgelder fiel auf rund 9% zurück und blieb seither in der Regel unter dem entsprechenden Eurodollarsatz. Im Vergleich zum Vorjahr stieg die durchschnittliche Beanspruchung des Notenbankkredites (Diskont und Lombard) deutlich an.

Gemäß den Bestimmungen des Kreditbeschlusses vom Dezember 1972 wurden die Banken verpflichtet, ihre per Ende Februar gemeldeten Kreditüberschreitungen bis zum 10. Mai auf einem unverzinslichen Sonderkonto bei der Nationalbank einzuzahlen. Mit Rücksicht auf die angespannte Liquiditätsversorgung beschloß das Direktorium, nur 30% dieses Betrages einzufordern. Da die Kreditüberschreitungen sodann zu einem erheblichen Teil durch die Finanzierung der massiv gestiegenen Preise der Energie- und Rohstoffimporte zurückzuführen waren, setzte die Nationalbank für die Periode 1. August 1973 bis 31. Juli 1974 eine Sonderkreditzuwachsrate von 1% zusätzlich zur normalen Quote von 6% auf dem am 31. Juli 1972 zulässigen Kreditstand fest. Dadurch verminderten sich die Überschreitungen per Ende Februar um 0,7 Mrd auf 2,1 Mrd Franken, so daß die Banken als Sanktion für die Überschreitungen rund 0,6 Mrd Franken einzuzahlen hatten. Um allfällige Liquiditätseingpässe, die den Banken in diesem Zusammenhang erwachsen mochten, zu mildern, stellte die Nationalbank unter Kostenfolge ihren Kredit, oder Dollar/Franken-Swaps auf 3 Monate zur Verfügung. Ende Mai waren solche Swaps im Ausmaß von 0,25 Mrd Franken beansprucht.

Das inländische Kreditvolumen der 72 monatlich der Nationalbank meldenden Banken stieg im 1. Quartal 1974 um 1,0% (4. Quartal 1973 4,6%) und lag mit 105,0 Mrd Franken um 9,6% über dem Stand vom März 1973. Die inländischen Debitoren nahmen in der Berichtszeit um 0,1% zu, während sie im 1. Quartal des Vorjahres einen Rückgang von 1,8% verzeichnet hatten. Da sie zudem im 4. Quartal 1973 um volle 6% angestiegen waren, resultierte Ende März 1974 eine Jahreszuwachsrate von 11,7%. Die Hypothekaranlagen erhöhten sich im 1. Quartal 1974 um 2,1% auf 49,7 Mrd Franken oder um 8,0% im Zwölfmonatsvergleich.

Nach einvernehmlicher Aussprache mit dem Bundesrat hat das Direktorium beschlossen, die Kreditbegrenzung über den 31. Juli 1974 hinaus zu verlängern und eine Kreditzuwachsrate von 7% des am 31. Juli 1972 zulässigen Standes für die Zeit vom 1. August 1974 bis 31. Juli 1975 festzusetzen. Dieser Zuwachs entspricht einem Betrag von ungefähr  $7\frac{3}{4}$  Mrd Franken.

Um besonderen Härtefällen Rechnung tragen zu können, die sich aus der Kreditbegrenzung für die Erstellung von Projekten bis zur Baureife, für unaufschiebbare Bauten der Infrastruktur sowie für den preisgünstigen Wohnungsbau allenfalls ergeben, hat der Bundesrat im Einvernehmen mit der Nationalbank ein zusätzliches Härtekontingent von 800 Mio Franken festgesetzt. Für die Ende

Juli auslaufende Periode war ein Zusatzkontingent von 500 Mio Franken sowie zusätzlich im Februar 1974 ein zeitlich nicht befristetes Härtekontingent für Tiefbauten in der Höhe von 150 Mio Franken eingeräumt worden.

Mit der Festsetzung einer Kreditzuwachsrate in der genannten Höhe wollten Bundesrat und Nationalbank ihre Entschlossenheit bekunden, den Kampf gegen die Teuerung fortzusetzen.

Die Bilanzsumme der 72 monatlich meldenden Banken nahm im 1. Quartal 1974 nur um 0,4% auf 207,7 Mrd Franken zu. Bei den einzelnen Bilanzpositionen fällt die weitere Verlangsamung des Spargeldzuflusses auf. Die Spareinlagen stiegen in den ersten drei Monaten um 1% (1. Quartal 1973 3,5%) und waren Ende März um 8,1% höher als ein Jahr zuvor (März 1973 +16,7%). Die Gelder auf Depositen- und Einlageheften verminderten sich im 1. Quartal um 0,6% und die Kassenobligationengelder um 0,7%. Letztere lagen mit 22,3 Mrd Franken um 0,7 Mrd oder 2,9% unter dem Vorjahresstand, obwohl die Nationalbank auf Ende September 1973 und 1. Februar 1974 auf Ersuchen der Banken in eine Anpassung der Höchstsätze eingewilligt hatte. Auf den 1. Februar waren die Höchstsätze je nach Laufzeit um  $\frac{1}{4}$ - $\frac{1}{2}$ % erhöht worden. Mit Wirkung ab 6. Mai erwies sich eine weitere Anpassung um  $\frac{3}{4}$ -1 $\frac{1}{4}$ % als notwendig. Großbanken und Kantonalbanken können Kassenobligationen mit Laufzeiten von 3 bis 4 Jahren nunmehr zu 6 $\frac{1}{2}$ % und Titel über 5 Jahre zu 7% verzinsen. Die anderen Banken dürfen um  $\frac{1}{4}$ % höhere Sätze anwenden, doch empfahl ihnen die Nationalbank, wenn immer möglich den Höchstsatz von 7% nicht zu überschreiten.

Auf dem Kapitalmarkt war in den Monaten Januar bis Mai 1974 trotz der Plafonierung des Emissionsvolumens ein ausgeprägter und für schweizerische Verhältnisse ungewöhnlicher Zinsanstieg zu verzeichnen. Der Anpassungsprozeß an das im Vorjahr stark erhöhte internationale Zinsniveau wurde durch die hohen Sätze für Eurofranken-Anlagen beschleunigt. Die Zinssätze für Anleihsenemissionen wurden nach und nach, in sechs Schritten, um insgesamt 1 $\frac{3}{4}$ % angehoben, da sich nach jeder Erhöhung innert kurzer Zeit wieder Mißerfolge einstellten. In der zweiten Hälfte Mai wurden erstmals kantonale Anleihen zu 7 $\frac{3}{4}$ % und Kraftwerkanleihen zu 8% begeben. Parallel mit der Erhöhung der Zinssätze setzte sich eine Tendenz zur Verkürzung der Laufzeiten von 15 auf 10-12 Jahre durch.

Für das erste Quartal hatte die Nationalbank das Emissionsvolumen inländischer Obligationenanleihen auf rund 1,2 Mrd Franken (Nominalwert abzüglich Konversionen) und für das zweite Quartal auf rund 1 Mrd Franken begrenzt. Da die Anmeldungen diese Plafonds bei weitem übertrafen, mußte die für die Festlegung des Emissionsprogrammes zuständige Kommission zahlreiche Kürzungen, Streichungen oder Verschiebungen vornehmen. In den Monaten Januar bis Mai betrug die Neubeanspruchung des Marktes durch schweizerische Obligationenanleihen (Emissionswert abzüglich Kon-

versionen) 2075 Mio Franken oder 47% mehr als in der entsprechenden Vorjahresperiode. Die Mittelaufnahme durch ausländische Anleihen erreichte dagegen mit 531 Mio nur 42% des Betrages in der Vergleichsperiode des Vorjahres. Die Aktienemissionen betragen 202 Mio gegenüber 567 Mio im Vorjahr und die Rückzahlungen 313 Mio (326 Mio). Insgesamt resultierte somit eine Nettobeanspruchung des Marktes von 2495 Mio (-14,2%).

Die durchschnittliche Rendite eidgenössischer Anleihen, die am Jahresende 6,31% betragen hatte, stieg ab Mitte Januar kräftig an. Anfang April erreichte sie 7,29%. Nach einer vorübergehenden Stabilisierung im April setzte Anfang Mai ein erneuter Anstieg der Rendite ein. Sie erreichte den Rekordstand von 7,44%, bildete sich in der Folge aber wieder etwas zurück und betrug Ende Mai 7,30%.

Nachdem bereits die Bundesanleihe SBB, die im Februar zu 6¼% (Ausgabekurs 99,6%) begeben wurde, nicht vollständig hatte plaziert werden können, verzeichnete im Mai die zweite Bundesanleihe einen teilweisen Mißerfolg, obwohl die Konditionen mit Rücksicht auf die Marktverhältnisse kurz vor Emissionsbeginn verbessert worden waren. Die Anleihe von 450 Mio Franken diente im Umfang von 320 Mio Franken der Konversion. Es

wurden zwei Tranchen aufgelegt. Die eine über 200 Mio Franken hatte eine Laufzeit von 7 Jahren und wurde zu 7% (Ausgabekurs 99,5%) angeboten, die zweite im Betrag von 250 Mio auf 10 Jahre zu 7½% (100,6%). Während die längerfristige Tranche leicht überzeichnet wurde, war den 7jährigen Titeln ein deutlicher Mißerfolg beschieden. Der Betrag der 7½%-Anleihe wurde deshalb nachträglich auf 260 Mio Franken erhöht und jener der 7%-Anleihe auf 190 Mio gekürzt. Die Nationalbank gab daraufhin bekannt, daß sie einen Teil der nicht abgesetzten Titel in ihr Portefeuille nehmen und die Kurse der neuen Bundesanleihen durch Interventionskäufe stützen werde. Um eine daraus resultierende unerwünschte Verflüssigung des Marktes zu kompensieren, plazierte die Nationalbank Sterilisierungsreskriptionen bei den Banken im Betrage von 150 Mio Franken. Im Einvernehmen mit dem Bundesrat beschloß das Direktorium, zur Entlastung und Beruhigung des Kapitalmarktes Kapitalexporte in Form von ausländischen Anleihen und Privatplazierungen mittelfristiger Schuldverschreibungen in Schweizerfranken («Notes») vorübergehend zu sistieren. Die Emissionskontrollkommission empfahl den Banken, zukünftig nicht voll gezeichnete Beträge von Inlandanleihen entsprechend zu kürzen. Die Nationalbank setzte für das 3. Quartal einen im Vergleich zu den beiden Vorquartalen erheblich gekürzten Emissionsplafond von 600 Mio Franken fest.