

des Bankrates

An der Sitzung vom 13. Dezember 1974 legte Dr. F. Leutwiler, Präsident des Direktoriums, folgenden Bericht vor:

Die weltwirtschaftlichen Entwicklungstendenzen

Die noch vor wenigen Monaten verbreitete Meinung, in den Industrieländern der westlichen Welt werde sich in der zweiten Hälfte dieses Jahres ein leichter wirtschaftlicher Aufschwung einstellen, ist durch die Tatsachen widerlegt worden. Die *Abschwächung* hat sich im Gegenteil in verschiedenen Staaten in beschleunigtem Tempo fortgesetzt. Für die Gesamtheit der OECD-Länder wird für das Jahr 1974 nur noch mit einem geringen Zuwachs des realen Sozialproduktes von etwa ½% gerechnet. In den Vereinigten Staaten und in Japan wird sogar ein realer Rückgang von 2% bis 3% erwartet und in Großbritannien im besten Fall ein Realwachstum von Null. Gleichzeitig wird angenommen, der Anstieg der Konsumentenpreise werde bis Ende Jahr im gesamten OECD-Raum im Durchschnitt rund 14% erreichen. Das sind unverkennbare Anzeichen für den Tatbestand, der gemeinhin als *Stagflation* bezeichnet wird.

Wenn sich als Folge der nach Ländern allerdings unterschiedlichen Verlangsamung der Geldmengenerweiterung zunächst lediglich Produktion und Beschäftigung zurückbilden, die Reaktion der Preise auf die Restriktionen hingegen im allgemeinen weiterhin auf sich warten läßt, so ist das in erster Linie darauf zurückzuführen, daß die Inflationserwartungen wegen der jahrelangen, mit Preissteigerungen verbundenen Hoch- und Überkonjunktur in einem überaus starken Maße in der Mentalität der Bevölkerung und der Wirtschaft verwurzelt sind. Außerdem wird der Preisauftrieb durch starre Bindungen zwischen Löhnen und anderen Kostenfaktoren sowie den Preisen trotz nachlassenden Geschäftsganges vorerst noch kaum vermindert weitergetragen. Die Preisstabilisierungspolitik muß daher, um Erfolg zu haben, nicht nur straffer, sondern auch auf eine längere Dauer geführt werden, als dies bei höherer Flexibilität von Löhnen und Preisen der Fall wäre. Im übrigen ist es eine Erfahrungstatsache, daß es in der Regel mehr als ein Jahr dauert, bis die Preise auf eine monetäre Restriktionspolitik reagieren.

Die meisten Industrieländer befinden sich jedenfalls gegenwärtig weiter als je von den gleichzeitig anvisierten Zielen Vollbeschäftigung, Preisstabilität, Zahlungsbilanzgleichgewicht und angemessenes Realwachstum entfernt. Der zunehmende *Zielkonflikt* zwischen Vollbeschäftigung und Inflationsbekämpfung erhöht die *sozialen Spannungen*. Mit fortschreitendem Beschäftigungsrückgang wächst der politische Druck in Richtung eines konjunkturpolitischen Kurswechsels. Gelingt es nicht,

der Inflationsentwicklung schon bald einmal spürbar die Spitze zu brechen, so besteht die Gefahr, daß neue Konjunkturbelebungsmaßnahmen den Preisauftrieb wieder anheizen und eine neue Teuerungswelle sich auf dem heute noch allzu hohen Niveau aufzubauen beginnt.

Diese Gefahr ist um so größer, als sich der *Beschäftigungsrückgang* bisher international im wesentlichen auf *einzelne Branchen konzentriert*, und zwar vorab auf die Automobilindustrie, das Baugewerbe, die Textil- und Bekleidungsindustrie und den Auslandtourismus. Außerdem ist in diesen Bereichen die Abschwächung nicht nur konjunkturell, sondern mindestens ebenso sehr, wenn nicht sogar in noch stärkerem Maße durch strukturelle Veränderungen bedingt. Wohl beginnt sich angesichts der gesamtwirtschaftlich überragenden Bedeutung insbesondere der Automobil- und der Bauwirtschaft in den wichtigsten Industriestaaten die sich hier vollziehende Abschwächung auf *andere Branchen* auszuweiten. Es gibt aber nach wie vor wichtige Industriezweige, wie etwa die chemische, die Stahl- und die Papierindustrie, die noch immer einen erheblichen Nachfrageüberhang aufweisen. In dieser Situation würde die Einleitung einer generellen Expansionspolitik, ohne den von konjunkturellen und insbesondere auch strukturellen Anpassungsschwierigkeiten besonders betroffenen Sektoren wesentlich zu helfen, in den anderen Bereichen rasch wieder zu Kapazitätsengpässen und neuem Preisauftrieb führen.

Der in verschiedenen Ländern durch die rückläufige Beschäftigungsentwicklung schon stark eingeengte Spielraum der Inflationsbekämpfungspolitik wird durch die *prekären Zahlungsbilanzverhältnisse* noch weiter eingeschränkt. Angesichts der Entwicklung im laufenden Jahr stellt sich die Frage, wie lange sich die Länder mit den größten Zahlungsbilanzdefiziten noch im bisherigen Rhythmus durch *Auslandverschuldung* «über Wasser» zu halten vermögen. Die Gefahr, daß der Ausweg aus dieser Situation schließlich im Ergreifen von *Handelsrestriktionen* gesucht wird, ist deshalb beträchtlich, eine Tendenz, die erfahrungsgemäß sich selbst zu verstärken droht, weil sie andere Länder zu Retorsionsmaßnahmen zwingt. Es ist daher zu hoffen, daß die Bemühungen zur Bewältigung des Erdöldefizits durch gemeinsame Anstrengungen der maßgeblichen Länder zu baldigem Erfolg führen.

Während sich die Preisentwicklung an den Erdölmärkten stabilisiert zu haben scheint und die Industrierohstoffe überwiegend eine nachgebende Preistendenz aufweisen, hat die kräftige *Verteuerung von Nahrungs- und Futtermitteln* der Preisspirale in vielen Ländern neuen Auftrieb gegeben. Die Ursache dieser Entwicklung liegt in erster Linie darin, daß die Ernten wichtiger Erzeugnisse, die zunächst sehr günstig auszufallen schienen, von den unwirtlichen Wetterverhältnissen stark beeinträchtigt worden sind. Insbesondere am Zuckermarkt wurden in

der letzten Zeit fast täglich neue Rekordnotierungen verzeichnet. In London erreichte der Zuckerpreis Mitte November das Fünffache des Vorjahresstandes.

Streiflichter zur Konjunktur im Ausland

In den *Vereinigten Staaten* ging das reale Bruttosozialprodukt im 3. Quartal bereits zum dritten aufeinanderfolgenden Mal zurück. Nachdem definitionsgemäß schon ein Rückgang während zweier sich folgender Quartale eine Rezession bedeutet, wurde von der Administration offiziell eingestanden, daß die amerikanische Wirtschaft diesen Zustand erreicht hat. Gleichwohl hielt die Teuerung bisher unvermindert an. Bedenken erweckt in diesem Zusammenhang, daß das von Präsident Ford im Oktober angekündigte Programm zur Inflationsbekämpfung, das namentlich eine Zuschlagsteuer von 5% auf Gewinnen, mittleren und höheren Einkommen, eine Reduktion der Staatsausgaben sowie verschiedene Empfehlungen zur Reduktion des Energieverbrauchs vorsieht, im neuen Kongreß auf beträchtliche Schwierigkeiten stößt. Die Industrieproduktion liegt seit Juli unter dem Vorjahresniveau. Insbesondere der Automobilabsatz hat sich in letzter Zeit rapid verschlechtert, so daß bereits umfangreiche Produktionskürzungen, verbunden mit Kurzarbeit und Personalentlassungen, notwendig wurden. Angesichts der Schlüsselrolle, welche die Autoindustrie in der amerikanischen Wirtschaft spielt, werden Auswirkungen auf andere Bereiche nicht ausbleiben. Es wird deshalb erwartet, daß die Arbeitslosenquote in den kommenden Monaten den im Oktober erreichten Stand von 6% übersteigen wird. Die Regierung könnte sich gezwungen sehen, gewisse Konjunkturstützungsmaßnahmen fiskalischer Art zu ergreifen, falls der Beschäftigungsrückgang einen kritischen Punkt erreicht. Die Kreditnachfrage bei den Banken schwächte sich beträchtlich ab. Dies war weit mehr als die leichte Änderung in der Geldpolitik für die anhaltende Rückbildung der Zinssätze verantwortlich. Außerdem verbesserte sich die amerikanische Zahlungsbilanz in erster Linie wegen eines verminderten Kapitalabflusses im 3. Quartal; das Defizit betrug noch 330 Mio Dollar, verglichen mit 4½ Mrd Dollar im 2. Quartal.

Nicht wesentlich änderte sich die schwierige Wirtschaftslage in *Großbritannien*. Die Industrieproduktion liegt nach wie vor etwas unter dem Vorjahresniveau. Eine nennenswerte Verbesserung der Handelsbilanz blieb bisher aus. Die strikten Preiskontrollen, verbunden mit lediglich freiwilligen Lohnrichtlinien, brachten die Gewinnmargen der Unternehmungen unter spürbaren Druck. Die Schwächung der Selbstfinanzierungskraft, die daraus resultiert, dürfte einer der Hauptgründe für die geringe Investitionsneigung sein. Die Regierung sah sich angesichts des bedrohlichen Charakters dieser Entwicklung veranlaßt, in ihrem neuen Budget gewisse Lockerungen der Preiskontrolle sowie Finanzhilfen für den Unternehmungssektor vorzusehen. Der freiwillige «Sozialkontrakt» mit den Gewerkschaften scheint von begrenzter Wirkung zu sein, lagen doch die Lohnzugeständnisse in der Regel ziemlich deutlich über den offiziell ge-

setzten Limiten. Der Finanzminister kündigte bei der Budgetvorlage die Aufhebung der bisher den Währungsbehörden der Sterlingblockländer gewährten Kursgarantie auf ihren Pfundguthaben an.

Deutlich verschlechterte sich die konjunkturelle Situation seit der Sommerpause in *Italien*. Das in der ersten Jahreshälfte ansehnliche Wachstum der Industrieproduktion kam zum Stillstand. Arbeitslosigkeit und Kurzarbeit nahmen besonders in der Automobilindustrie, im Bausektor und in verschiedenen Konsumgüterbranchen zu. Auf einem im internationalen Vergleich überaus hohen Niveau hielten sich die Teuerungsraten bei den Verbrauchsgüter- und den Großhandelspreisen. Das im Mai eingeführte Importdepot erfüllte die Erwartungen bei weitem nicht. Die monatlichen Defizite der Handelsbilanz betragen weiterhin gegen 1 Mrd Dollar. Italien dürfte sich den Grenzen der Verschuldungsmöglichkeiten im Ausland genähert haben. Drastischere Maßnahmen zur Reduktion seiner Handelsbilanzdefizite scheinen daher nicht ausgeschlossen.

Auch *Japan* befindet sich in einer deutlichen Rezession. Nach einer spürbaren Abnahme im 2. Quartal hat das reale Bruttosozialprodukt im 3. Vierteljahr nur minim zugenommen. Weiterhin schwach ist die Konsumnachfrage, und die Inflation hat sich bisher nur unwesentlich verlangsamt. Hingegen ist in der Handels- und Leistungsbilanz eine merkliche Verbesserung festzustellen; der Außenhandel weist seit Juni wieder regelmäßig Exportüberschüsse auf.

Von allen Industrieländern der westlichen Welt wies die *Bundesrepublik Deutschland* in den vergangenen Monaten die weitaus geringste Teuerungsrate auf. Der Überschuß ihrer Handelsbilanz weitete sich in den ersten neun Monaten gegenüber dem Vorjahr nochmals kräftig aus. Dem insgesamt weiterhin guten Geschäftsgang in der Exportindustrie stand jedoch eine fühlbare Abschwächung in der Binnenwirtschaft gegenüber. Die Zahl der Arbeitslosen nahm deutlich zu. Für die Wintermonate wird ein weiteres Ansteigen befürchtet. Der «Sachverständigenrat» sah in seinem jüngsten Gutachten an die Regierung noch keinen Grund für konjunkturelle Sonderprogramme. Die Budgets der öffentlichen Haushalte für 1975 sehen bereits Defizite in Höhe von weit über 40 Mrd D-Mark vor. Die Bundesbank begann in letzter Zeit, ihre Politik leicht zu lockern.

In *Frankreich* verlief die Wirtschaftsentwicklung bisher im ganzen befriedigend, bei einem realen Wachstum von 4-4½%. Die Arbeitslosigkeit nahm nur geringfügig zu. Trotzdem wuchs die Beunruhigung in der Bevölkerung über die Inflation und eine mögliche Zunahme der Arbeitslosigkeit, und der Druck auf die Regierung zugunsten einer expansiven Wirtschaftspolitik verstärkte sich.

Einen überraschend deutlichen Einbruch in das bis zu den Sommerferien befriedigende Wirtschaftsgeschehen verzeichnete *Belgien*. Vor allem der Auftragseingang aus dem Ausland war stark rückläufig, Arbeitslosigkeit und

Teuerung stiegen rasch an. Trotz relativ mäßiger Inflationsrate und weiterhin aktiver Zahlungsbilanz kündigte die Regierung in *Holland* wegen der relativ hohen Arbeitslosigkeit expansive Budgetmaßnahmen an, notfalls sogar unter Ingangsetzung der «Notenpresse». In *Oesterreich* begann sich die seit sechs Jahren ununterbrochene Hochkonjunktur allmählich abzuschwächen, wogegen in *Schweden* die wirtschaftliche Aktivität im laufenden Jahr zunahm und die Aussichten für das laufende und auch für das kommende Jahr recht optimistisch beurteilt werden.

Zum internationalen Währungsgeschehen

An der *Jahresversammlung des Internationalen Währungsfonds und der Weltbank* von Ende September standen begreiflicherweise die Zahlungsbilanz- und Währungsprobleme, die sich aus der Erdölpreisteigerung ergeben haben, im Vordergrund. Angesichts der gewaltigen Schwierigkeiten, denen die Weltwirtschaft deswegen gegenübersteht, sind die Gespräche über eine Reform des internationalen Währungssystems vorerst aus Abschied und Traktanden gefallen. Statt dessen hatten sich die Notenbankgouverneure mit der Frage der möglichen *Notmaßnahmen* zu befassen, die aus der verworrenen Lage herausführen können, welche durch die Wechselwirkungen von anhaltender Inflation, nachlassendem Wirtschaftswachstum und rückläufiger Beschäftigung sowie einem enormen Anpassungsbedarf bei den Zahlungsbilanzen und der Notwendigkeit zu einem «Recycling» der überschüssigen Ölgelder charakterisiert ist.

Von Währungsfonds und Weltbank wurde ein gemeinsames *Entwicklungskomitee* eingesetzt, in dem die Schweiz einen Beobachtersitz erhielt. Seine Aufgabe besteht in der Prüfung der Möglichkeiten zur Förderung der Übertragung von Ressourcen im weitesten Sinn an die nicht-ölproduzierenden Entwicklungsländer. Ferner wurde die «Zwanzigergruppe» durch ein neu gebildetes *interimistisches Ministerkomitee* ähnlicher Zusammensetzung abgelöst, dem die Aufgabe überbunden wurde, die Problematik der Finanzierung der erdölbedingten Zahlungsbilanzdefizite zu überprüfen und bis Mitte Januar nächsten Jahres einen Bericht zu erstatten.

Das Problem des «Recycling» von Erdölgeldern hat an Aktualität gewonnen, nachdem sich herausgestellt hat, daß es durch die Marktkräfte, d. h. den Euromarkt und die nationalen Finanzmärkte, allein nicht gelöst werden kann. Die Banken und Finanzgesellschaften, welche sich mit der Weiterleitung dieser Ölgelder befassen, stießen früher als im allgemeinen erwartet an die Grenzen ihrer Vermittlungsmöglichkeiten. Diese Limiten sind gegeben durch die Erfordernisse einer angemessenen Risikoverteilung bei der Ausleihung der Beträge an einzelne Schuldner, Länder, Währungen usw. Die verschiedenen größeren Devisenverluste von Banken und Bankenzusammenbrüche im Laufe dieses Jahres hatten sodann zur Folge, daß die anlagesuchenden Gelder in zunehmendem Maße nur noch den größten Bankinstituten anver-

traut wurden, was eine zusätzliche Risikokonzentration bei diesen Banken zur Folge hatte.

Für die *ölproduzierenden Länder* wird es deshalb schwieriger, ihre Liquiditätsüberschüsse in der Größenordnung von monatlich etwa 5 Mrd Dollar über die nationalen und internationalen Märkte anzulegen. Darauf mag ihre wachsende Bereitschaft zurückzuführen sein, in vermehrtem Maße *bilaterale Finanzierungsabkommen* abzuschließen. Doch ist auch diese Entwicklung nicht unproblematisch, da einzelne Defizitländer leicht in Versuchung geraten könnten, auf diesem Wege ihre Zahlungsbilanzprobleme zulasten anderer Staaten zu lösen, die ebenfalls Kredite benötigen. Eine Regelung des «Recycling»-Problems, soweit es die Möglichkeiten der Märkte übersteigt, muß daher unbedingt auf dem Wege internationaler Zusammenarbeit gefunden werden. Ansätze in dieser Richtung sind bereits in Form der «Oil Facility» beim IWF sowie der Möglichkeit zu einer gemeinsamen Anleiensplazierung der EG vorhanden. Weitere Vorschläge, «Recycling-Mechanismen» auf internationaler Ebene zu schaffen, stehen zur Diskussion. Gespräche hierüber sind kürzlich im Kreise der OECD und der «Zehnergruppe» eingeleitet worden.

Zur Debatte steht sodann die Frage einer Erweiterung der finanziellen Basis des *Währungsfonds*. Angesichts der weltweiten Inflation wird von einer neuen Ausgabe von Sonderziehungsrechten kaum mehr gesprochen. Hingegen dürfte im Rahmen der 1975 fälligen fünfjährigen *Revision der IWF-Quoten* eine generelle Aufstockung dieser Quoten vorgenommen werden. Gesprochen wird von einer Erhöhung um 20% bis 50%. Dabei sollen gleichzeitig die ölproduzierenden Länder entsprechend ihren stark gestiegenen Währungsreserven größere Quoten erhalten, desgleichen die ärmsten Länder (sogenannte vierte Welt), damit diese den Fonds vermehrt in Anspruch nehmen können. Die «Zehnergruppe» hat an der Jahresversammlung sodann beschlossen, die *Allgemeinen Kreditvereinbarungen (GAB)* bis Ende Oktober 1980 unverändert zu verlängern. Diese Vereinbarung räumt dem Währungsfonds die Möglichkeit ein, sich bei den daran beteiligten Ländern bis zu insgesamt 5½ Mrd Sonderziehungsrechten kurzfristig zu refinanzieren. Die Schweiz, die sich aufgrund eines Sonderabkommens an die Allgemeinen Kreditvereinbarungen mit einer maximalen Hilfeleistung von 865 Mio Franken angeschlossen und dafür einen Beobachterstatus im Zehnerklub erhalten hatte, erklärte sich ebenfalls mit einer Verlängerung ihrer Beteiligung einverstanden. Dem Parlament wird der Antrag zu einer Verlängerung des Bundesbeschlusses über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmaßnahmen vom 4. Oktober 1973 unterbreitet.

An den *Devisenmärkten* war die während des Sommers eingetretene Beruhigung, welche den Bundesrat Mitte Oktober zur Aufhebung des Verzinsungsverbot für Auslandgelder veranlaßt hatte, in den letzten Wochen von einer neuen Entwicklung gefolgt, die zu einer starken Höherbewertung des Frankens führte. Neben einer verstärkten *Kapitalflucht* aus politischen – zunehmende Spannung im Nahen Osten – oder sozialen Gründen aus Län-

dern wie Israel, Griechenland, Italien, Spanien und Portugal scheinen vor allem Bestrebungen von Erdöl produzierenden Ländern, die Anlage ihrer wachsenden Einnahmenüberschüsse vermehrt nach Währungen zu differenzieren, zu wachsenden Konversionen in Schweizerfranken und zu einem starken Ansteigen des Frankenkurses geführt zu haben. Die aus solchen Transaktionen resultierende Höherbewertung des Schweizerfrankens tendierte eine die effektiven Kaufkraftverhältnisse reflektierende Kursrelation ganz eindeutig zu überschreiten. Der Bundesrat hat deshalb im Einvernehmen mit der Nationalbank Ende November sowohl ein Verzinsungsverbot als auch eine Kommissionsbelastung von 3% pro Quartal auf den seit Anfang November 1974 neu entstandenen ausländischen Frankenguthaben wieder eingeführt, um einen weiteren Zufluß ausländischer Gelder in Frankenguthaben und einen entsprechenden Kursanstieg abzuwehren. Die Notenbank hat darüber hinaus weitere ergänzende Maßnahmen getroffen, über die im Kapitel über die Entwicklung am schweizerischen Geld- und Kapitalmarkt im Detail berichtet wird.

Die Konjunktorentwicklung in der Schweiz

Im konjunkturellen Klima der Schweiz war in den letzten Monaten eine *weitere Beruhigung* festzustellen. Sie trägt bisher noch ganz den Charakter einer Rückkehr zu normaleren Verhältnissen und noch keineswegs denjenigen einer Rezession. Nach der Inlandnachfrage hat sich zusehends auch die Auslandnachfrage abzuschwächen begonnen. Konkret verschlechtert hat sich dabei die Lage insbesondere in jenen Branchen, die bereits mit strukturellen Schwierigkeiten konfrontiert waren, während in anderen Wirtschaftsgruppen und Unternehmen in der Regel erst die Aussichten für das nächste Jahr ungünstiger geworden sind. Nach den Umfragen des Instituts für Wirtschaftsforschung an der ETH-Z hat sich der Anteil der Firmen in den letzten Monaten ständig erhöht, die einen bescheideneren Bestellungseingang melden. In zunehmendem Maße wird auf abnehmenden Auftragsbestand, zu hohe Materiallager sowie auf zu große und steigende Fertigwarenlager hingewiesen.

Auf die Investitionspläne gehen von diesen Entwicklungen um so stärkere retardierende Einflüsse aus, als zugleich die Selbstfinanzierungskraft und die Ertragslage sich zusehends verschlechtern. Das Streben nach *Kosteneinsparungen* ist deshalb bei den Unternehmungen wesentlich ausgeprägter geworden, wobei weniger die sich ihrem Einflußbereich weitgehend entziehenden Material- und fixen Kapitalkosten anvisiert werden als die *Lohnkosten*, die – abgesehen vom qualifizierten Personal – wegen der eingetretenen Entspannung am Arbeitsmarkt an Flexibilität gewinnen dürften. Einerseits gehen auf Stellenangebote erheblich mehr Offerten ein, und zwar besonders bei den als «konjunktursicher» geltenden Unternehmungen, andererseits werden in vermehrtem Maße freiwillig austretende oder durch Pensionierung ausscheidende Arbeitskräfte nicht mehr ersetzt.

Dies entspricht einem erwünschten Abbau der bisher herrschenden Überbeschäftigung. Im Gegensatz zu anderen westlichen Industriestaaten kann von *Arbeitslosigkeit* bisher nicht die Rede sein. Zwar werden auch hierzulande Zwangsferien und Betriebseinschränkungen oder -schließungen gemeldet, doch fallen diese gesamthaft noch kaum ins Gewicht, und die Publizität, die solchen Fällen oft verliehen worden ist, ist geeignet, ein entstelltes Bild von den tatsächlichen Arbeitsmarktverhältnissen zu vermitteln. Nicht zu übersehen ist allerdings, daß die größer gewordene Unsicherheit in bezug auf die Arbeitsplatzzerhaltung einen deutlichen Wandel im psychologischen Klima geschaffen hat, der sich in einem Anstieg der Arbeitsproduktivität niederschlägt.

Am ausgeprägtesten ist die Abschwächung in der *Bauwirtschaft*. Der hier zu beobachtende Rückbildungsprozeß ist freilich weniger konjunkturpolitisch bedingt als vielmehr das Resultat der in vergangenen Jahren den realen Wachstumsmöglichkeiten nicht genügend Rechnung tragenden Kapazitätsausweitungen. Er ist überdies nach Bauarten und Regionen stark differenziert, wobei der Wohnungsbau als Folge der veränderten Marktkräfte eher stärker betroffen wird als der durch die angespannte Finanzlage der öffentlichen Haushalte beeinträchtigte Tiefbau. Die Behörden verfolgen die Entwicklungen mit Aufmerksamkeit. Die Anpassung dieses wichtigen Wirtschaftszweiges an die Realitäten soll möglichst reibungslos gestaltet werden. In diesem Sinne hat der Bundesrat die Aufhebung des Baubeschlusses auf den 1. Januar 1975 beschlossen. Ferner bestehen gegebenenfalls gewisse Elemente der Flexibilität in den Eventualhaushalten, welche in den Budgetrichtlinien von Bund und Kantonen für das kommende Jahr enthalten sind, wobei allerdings die Frage ihrer Finanzierung erhebliche Probleme aufwerfen dürfte.

Bei den *industriell-gewerblichen Investitionen*, die im Sommer Anzeichen der Belebung erkennen ließen, ist seither wieder eine verstärkte Zurückhaltung zu beobachten. Auffallend ist vor allem, daß unter den begutachteten Planvorlagen der Industrie im dritten Quartal auch jene für Betriebseinrichtungen, die ein Indiz für die Rationalisierungsinvestition bilden, deutlich unter das Vergleichsniveau des Vorjahres gefallen sind. Im zweiten Vierteljahr hatten sie dieses erstmals seit verhältnismäßig langer Zeit wieder überschritten.

Der *private Verbrauch* hat sich im dritten Quartal hingegen stark belebt. Die im ersten Semester rückläufige Zuwachsrate der Wertumsätze im Detailhandel machte auch im Dreivierteljahresvergleich wieder einer Erhöhung um gut 36% Platz. Zugenommen haben in erster Linie die Umsätze in Textilwaren und Bekleidungsartikeln, weit weniger deutlich auch jene von Nahrungs- und Genußmitteln sowie von übrigen Waren meist dauerhaften Charakters. Freilich ist in allen Sparten das Wachstum hinter der Teuerungsrate zurückgeblieben. Außerdem scheint die jüngste Absatzbelebung weniger eine Folge verstärkter Kauflust zu sein als vielmehr eine Auswirkung von zeitweiligen Hamsterkäufen und bei den Textilwaren vorab des ungewohnt früh einsetzenden kalten Wetters.

Diese Sonderfaktoren werden allerdings etwas korrigiert durch den Umstand, daß die Umsätze im Giro- und Checkverkehr der Post, in denen auch Teile des Dienstleistungs- und des zwischengeschäftlichen Verkehrs zum Ausdruck kommen, im dritten Quartal auch real über dem entsprechenden Vorjahresvolumen lagen. Im Neunmonatsvergleich erreichten sie dieses indessen nicht ganz.

Während die im dritten Quartal eingetretene Belebung der Nachfrage nach Konsumgütern also nicht ohne weiteres als relevanter Indikator des Konjunkturverlaufs angesehen werden kann, dürfte dies in vollem Ausmaß für die Abflachung der *Auslandnachfrage* zutreffen. Im Einklang mit der rückläufigen Wirtschaftsentwicklung in anderen Ländern ist der Ordereingang aus dem Ausland in letzter Zeit schleppender geworden. Auch die Auftragsbestände haben sich in vielen exportorientierten Unternehmungen vermindert, da das Ausfuhrwachstum im Vergleich zu den ersten zehn Monaten des Vorjahres real immer noch rund 7% betragen hat. Verschiedentlich ist bereits von vermehrter Produktion auf Lager zu hören, um den mit sinkendem Ausstoß verbundenen Anstieg der fixen Stückkosten zu dämpfen. Nach der Abkühlung in den binnenwirtschaftlichen Bereichen sind nun eindeutig auch die Auftriebsimpulse in der Exportwirtschaft, die noch bis zum Spätsommer festzustellen waren, im Abklingen.

Im Dreivierteljahresvergleich hat sich die *Ausfuhr* von Investitionsgütern real um etwas mehr als 6%, jene von Konsumgütern um rund 3% erhöht. Bei der *Einfuhr* betrug im gleichen Zeitraum die Zunahme der Bezüge von Rohstoffen und Halbfabrikaten real knapp 5%, jene von Investitionsgütern real knapp 1%, wogegen die Importe von Konsumgütern real um 3½% zurückgegangen sind. Im Oktober hat sich diese Entwicklung weiter akzentuiert.

Neben den rezessiven Entwicklungen im Ausland ist die *Exportsituation* auch durch die weitere starke *Aufwertung* des Schweizerfrankens geschwächt worden. Die Behörden verfolgen auch diese Entwicklung aufmerksam. Sie sind gegen Ende November durch Wiedereinführung des im Oktober aufgehobenen Verzinsungsverbot für neu zugeflossene Auslandsgelder sowie durch deren Belastung mit einer Quartalskommission von 3% dem Trend zu einer fortgesetzten Höherbewertung des Frankens entgegengetreten. Mit der gleichen Zielsetzung wurde auch die Pflicht zur Konversion genehmigungspflichtiger Kapitalexperte in Schweizerfranken wieder eingeführt. Die Entwicklung an den Devisenmärkten ist selbstverständlich auch von großer Bedeutung für den *Auslandtourismus* der einheimischen Beherbergungsbetriebe, der bereits spürbare Abschwächungszeichen erkennen läßt.

Trotz des deutlichen Nachlassens der konjunkturellen Überhitzung verläuft die Entwicklung der *Teuerung* nach wie vor wenig erfreulich. Zwar haben sich die Steigerungsraten der im Großhandelspreisindex enthaltenen Importwaren merklich abgeschwächt, zum Teil wohl un-

ter dem Einfluß der faktischen Frankenaufwertung, und jenen der Inlandwaren angenähert. Die Rückbildung der inländischen Großhandelspreise schreitet indessen nur sehr langsam voran. Die Entwicklung des Konsumentenpreisindex hat sich wohl wieder jener des Vorjahres genähert und dürfte wegen der Stabilisierung der Erdölpreise bis zum Jahresende unter den Vorjahresstand sinken, doch ist der unter Ausklammerung der Preise von Heizöl und Benzin berechnete Index im Oktober gegenüber dem Vorjahr stärker gestiegen als jener einschließlich der Preise dieser Produkte.

Die Entwicklung am Geld- und Kapitalmarkt

In der einheimischen Geldwirtschaft sind seit Herbstbeginn Anzeichen einer gewissen *Normalisierung* zu beobachten. Die kurzfristigen Zinssätze sind im Einklang mit der nach unten gerichteten Entwicklung in Amerika und an den Euromärkten spürbar zurückgegangen. Am schweizerischen Anleihensmarkt hat sich die Lage deutlich entspannt. Im mittelfristigen Bereich bestehen wegen Verzerrungen in der Zinsstruktur noch gewisse Anpassungstendenzen. Mit fortschreitender Konsolidierung dürfte sich der Geld- und Kapitalmarkt in allen Bereichen in absehbarer Zeit einem gewissen Gleichgewichtszustand nähern.

Der *Geldmarkt* sah sich mit der um diese Jahreszeit üblichen Aufgabe konfrontiert, die saisonal steigenden Finanzierungsbedürfnisse der Wirtschaft zu befriedigen. Die Mittelversorgung erwies sich als für die Abwicklung der *laufenden Transaktionen* durchaus ausreichend. An den Monatsenden und insbesondere am Septemberultimo, der hierzulande zu den kritischen geldwirtschaftlichen Spitzenterminen zählt, hat die Nationalbank dem Markt in gewohnter Weise ihre Überbrückungshilfe gewährt.

Verschiedene Faktoren haben zur Normalisierung im kurzfristigen Bereich beigetragen. Die Nationalbank gab Ende Oktober *Mindestguthaben* auf in- und ausländischen Verbindlichkeiten frei durch Senkung des ursprünglichen Sollbestandes von 33% auf 20%. Dem Markt wurden dadurch gegen 500 Mio Franken zugeführt. Ferner hat das Direktorium beschlossen, auf Ende November die restlichen inländischen Verbindlichkeiten von der sich noch auf 390 Mio Fr. belaufenden Mindestguthabenschaft zu befreien. Diese Maßnahmen erfolgten mit dem Ziel, die inländische Geldversorgung nach Absorption des in den Jahren 1971 und 1972 entstandenen Liquiditätsüberhanges an die Bedürfnisse der Wirtschaft, deren Wachstum von der monetären Seite her nicht über Gebühr eingegengt werden soll, anzupassen. Schließlich dürfte auch die Auszahlung der 13. AHV-Rente den Markt alimentiert haben.

Die Deckung der Tresoreriebedürfnisse des Bundes erforderte besondere Vorkehrungen, wobei die Nationalbank bemüht war, inflationsfördernde Auswirkungen zu ver-

hindern. Sie hat zu diesem Zweck die restlichen von der Eidgenossenschaft gehaltenen, auf Schweizerfranken lautenden Schuldverschreibungen des amerikanischen Schatzamtes, sog. *Roosa-Bonds*, im Betrage von 180 Mio Franken übernommen. Die Bundesverwaltung verwendete die erhaltenen Mittel für Auslandszahlungen. Ferner hat sich die Eidgenossenschaft Ende Oktober und Ende November je 300 Mio Franken im Markt beschafft, indem sie bei drei *Großbanken* zu 7½% bzw. 7¾% verzinsliche *Reskriptionen* auf drei Monate *plazierte*, die deren zulässigen Kreditzuwachsrate nicht angerechnet werden. Durch das *Auslaufen von Dreimonats-Swaps* in Höhe von rund 460 Mio Franken wurden dem Markt Mittel entzogen. Demgegenüber werden vor Jahresende Sanktionszahlungen von rund 600 Mio Franken für Kreditüberschreitungen von Ende September frei, doch dürfte diese Entlastung durch die Einforderung neuer Sanktionen mehr als kompensiert werden.

Die Aufgabe, die Geldmenge mit der zu erwartenden wirtschaftlichen Entwicklung in Übereinstimmung zu bringen sowie die Liquiditätsbedürfnisse der öffentlichen Haushalte zu befriedigen, soweit dies nicht über den Markt geschehen kann, stellt an die *Geldpolitik* der Notenbank besondere Anforderungen. Die nach wie vor notwendigen Stabilisierungsanstrengungen verbieten jedenfalls sowohl die vollumfängliche Finanzierung der Teuerungsrate wie auch der staatlichen Defizite durch zusätzliches Notenbankgeld. Für eine mit diesen Zielsetzungen in Einklang stehende Erhöhung der *Geldmenge* stehen der Nationalbank genügend Mittel zur Verfügung. In den Mitte Dezember noch verbliebenen Mindestguthaben sowie in den bei den Banken plazierten Solawechseln der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich und den Sterilisierungsreskriptionen des Bundes liegt ein Liquidisierungspotential von mehr als 1½ Mrd Franken, das bei gezieltem und termingerechtem Einsatz mindestens für die Bedürfnisse des nächsten Jahres ausreichen dürfte. Zur Verminderung des *Tresoreriebedarfes des Bundes* hat die Nationalbank in Aussicht genommen, der Eidgenossenschaft Fremdwährungskredite für die Abwicklung der nicht unerheblichen Auszahlungen zu vermitteln. Die bisherigen Erfahrungen haben allerdings gezeigt, daß es nicht leicht sein wird, solche Kredite zu akzeptablen Bedingungen erhältlich zu machen.

Am *Obligationenmarkt* war zu Beginn des Herbstes einer Reihe von Emissionen einheimischer Aussteller kein voller Zeichnungserfolg beschieden. Das hatte zur Folge, daß eine schon früher übliche stärkere Differenzierung der Zinssätze nach Bonität und Beliebtheit der Emittenten wieder zum Durchbruch kam. Auf der in der Folge erreichten Renditebasis von 8% bis 9% hat sich das Marktklima eindeutig *gebessert*. Diese Entwicklung kam u. a. auch der Bundesanleihe vom November (150 Mio zu 7¾% auf 12 Jahre zu 99½%) zugute, die erfolgreich *plaziert* werden konnte. Die Entspannung wurde auch durch den Rückgang der kurzfristigen Zinssätze auf teilweise unter das Niveau der langfristigen Zinssätze gefördert. Die Kurspflege der eidgenössischen und einiger kantonalen Obligationen konnte im November eingestellt werden.

Nach wie vor besteht ein beträchtlicher *Konsolidierungsbedarf* aus der vorangegangenen starken Expansion der kurzfristigen Verschuldung, auch wenn im Einklang mit der Abkühlung des konjunkturellen Klimas der neue Kapitalbedarf der Wirtschaft allmählich etwas kleiner werden mag. Die Kapitalbedürfnisse der öffentlichen Hand und der Energieversorgung sind enorm, und die Notwendigkeit, bei der Festlegung des Emissionsprogrammes Prioritäten zu setzen, bleibt unvermindert bestehen.

Verschiedene *Maßnahmen* sind in den letzten Monaten getroffen worden, die den *Emissionsmarkt* betreffen. So wurde mit Wirkung ab 1. Oktober die bisher keiner Begrenzung unterliegende Begebung von *Kleinanleihen* in Beträgen bis zu 5 Mio Franken der Bewilligungspflicht unterstellt, nachdem in Umgehung der Kreditbegrenzung und der Emissionsplafonierung solche Emissionen auffallend stark zugenommen hatten. Ferner ist der Plafond für bewilligungspflichtige *Auslandanleihen* (inklusive kleinerer Emissionen) für die Monate November und Dezember im Vergleich zu den vorangegangenen zwei Monaten von 260 auf 200 Mio Franken reduziert worden. Bei den genehmigungspflichtigen *Bankkrediten ans Ausland* sowie bei den «*Notes*»-Emissionen blieb es grundsätzlich bei der bisherigen Regelung, wobei allerdings bisher unbenützte Quoten nicht mehr auf die neue Periode übertragen werden konnten. Im Zusammenhang mit der Abwehr unerwünschter ausländischer Geldzuflüsse hat das Direktorium, wie erwähnt, am 28. November die Konversionspflicht auf genehmigungspflichtigen Kapitalexportgeschäften in Schweizerfranken wieder eingeführt.

Im *mittelfristigen geldwirtschaftlichen Bereich* trat eine weitere Anpassung der Zinssätze ein. Die Vergütungen auf *Kassaobligationen* wurden Mitte Oktober und anfangs Dezember heraufgesetzt. Zunächst erfolgte eine Erhöhung um ¼%, später eine solche um ½%, wobei neuerdings wieder drei nach Laufzeiten verschiedene Kategorien bestehen. Diese zweimalige Saterhöhung innert relativ kurzer Zeit erfolgte mit Rücksicht auf den seit geraumer Zeit anhaltenden Rückgang des Zuflusses von Kassenobligationengeldern und die sich daraus ergebenden Verzerrungen in der Fristenstruktur der Bankbilanzen, die zu ernsthaften Schwierigkeiten bei der Befriedigung mittelfristiger Finanzierungsbedürfnisse zu führen drohten.

Die erneute Unruhe an den *Devisenmärkten* und der daraus resultierende außerordentliche Anstieg des Frankenkurses veranlaßte den Bundesrat im Einvernehmen mit der Nationalbank, das Ende Oktober aufgehobene *Verzinsungsverbot* auf dem seit damals eingetretenen Zuwachs ausländischer Frankenguthaben am 20. November 1974 wieder einzuführen. Außerdem wurde eine Kommissionsbelastung von 3% pro Quartal auf diesen Geldern beschlossen. Zur Vermeidung von Umgehungsgeschäften hat die Nationalbank verfügt, daß die Schweizerfrankenverkäufe der Banken auf Termin an Ausländer den Stand vom 31. Oktober 1974 im Prinzip nicht überschreiten dürfen. Das Direktorium hat ferner beschlossen, die seit dem letzteren Zeitpunkt neu entstandenen Frankengutha-

ben von Ausländern mit zusätzlichen Mindestguthaben zu belegen. Bisherige und neue Reservesätze auf dem Zuwachs ausländischer Frankenguthaben ergeben zusammen die im Kreditbeschluß vorgesehenen Höchstsätze, wobei der Zuwachs bis zum 31. Oktober nach wie vor nur bescheiden belastet wird.

An den einheimischen *Aktienbörsen* haben sich die Kurse der Dividendenpapiere gefestigt. Es muß sich freilich erst noch erweisen, ob es sich dabei angesichts der gedämpften konjunkturellen und Ertragsaussichten um eine Tendenzwende oder lediglich um eine vorübergehende Erscheinung handelt.