

Bericht

über die Wirtschafts- und Währungslage
für die Sitzung des Bankrates vom 12. März 1976

Weltwirtschaftliche Entwicklungstendenzen

In einigen Ländern zeichnet sich in letzter Zeit immer deutlicher eine Belebung der Wirtschaftstätigkeit ab. Der rückläufige Lagerzyklus, der die rezessiven Tendenzen verstärkt hatte, scheint auszulaufen; da und dort werden einzelne Lager wieder aufgefüllt. Neben den Auswirkungen staatlicher Konjunkturbelebungsprogramme beginnt sich sodann auch eine etwas erhöhte Ausgabebereitschaft der Konsumenten bemerkbar zu machen. Die Auslandsnachfrage scheint im allgemeinen dagegen noch weitgehend zu stagnieren. Die Arbeitslosenzahlen steigen trotz dieser Erholungserscheinungen noch immer etwas an, und die Auslastung der Produktionskapazitäten bleibt überwiegend unbefriedigend. Die Entwicklung der Rohstoffpreise sowie ein gemässigtes Verhalten der Gewerkschaften haben in der Mehrzahl der Industrieländer dazu beigetragen, dass sich der Preisanstieg abgeschwächt hat. Die Inflationsgefahren sind jedoch keineswegs allgemein behoben. Die Teuerung ist in einzelnen Ländern nach wie vor übermässig hoch; in andern droht sie sich wieder zu verstärken.

Wie wirksam und dauerhaft diese Zeichen wirtschaftlicher Erholung tatsächlich sind, lässt sich zur Zeit noch nicht zuverlässig beurteilen. Angesichts hoher Arbeitslosigkeit und bedeutender unausgelasteter Kapazitäten erhält die Konjunktur vorerst noch keine Stütze von der Investitionstätigkeit. Eine nachhaltige Belebung der Investitionsneigung wird nicht zuletzt von der weiteren Entwicklung der Lohnkosten und der am Markt durchsetzbaren Preise abhängen. In fast allen Industrieländern verzeichnet die Privatwirtschaft ausserordentlich enge Gewinnmargen.

Streiflichter zur Konjunktur im Ausland

In der *Bundesrepublik Deutschland* haben sich in den letzten Monaten die in den Herbstmonaten festgestellten ersten Anzeichen einer Wiederbelebung der wirtschaftlichen Aktivität weitgehend bestätigt. Neben einer deutlichen Belebung der Inlandsnachfrage zeigen, nach einem gewissen Einbruch im Dezember, auch die Aufträge aus dem Ausland in letzter Zeit einen recht befriedigenden Verlauf. Die Industrieproduktion hat sich in den letzten Monaten spürbar erhöht; sie lag im Durchschnitt der Monate Oktober bis Dezember nur noch um rund 1,5% unter dem Stand der gleichen Vorjahresperiode.

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt hat sich nach den Stabilisierungstendenzen während der Sommermonate eher etwas verschlechtert, wenn man die saisonalen Einflüsse ausklammert. Ende Januar betrug die Arbeitslosenquote 5,9%. Zur Zeit sind Verhandlungen über die Festsetzung

neuer Lohn- und Gehaltstarife in den Bereichen Metallindustrie, Textilindustrie und öffentlicher Dienst im Gange, wobei sich die von den Gewerkschaften angemeldeten Lohnerhöhungsbegehren zwischen 7,5 und 8,5% bewegen. In einigen Sparten des privaten Verbrauchs ist eine spürbare Belebung eingetreten. Die überdurchschnittlich hohe Sparneigung hat sich in den letzten Monaten verringert.

Der Rückgang der Warenausfuhr scheint seinen Tiefpunkt im Herbst letzten Jahres durchschritten zu haben. Exporteinbussen sind vor allem noch bei den Verkäufen an jene wichtigeren Industrieländer zu verzeichnen, die weiterhin unter dem Einfluss der Rezession stehen. Im Gegensatz zur Schweiz trat in der Bundesrepublik kein wesentlicher Importrückgang ein. Die Einfuhr lag im Gegenteil trotz der schwachen Inlandaktivität von Oktober bis Dezember 1975 um 7,5% über dem hohen Vorjahresstand. Der Handelsbilanzüberschuss hat sich entsprechend deutlich zurückgebildet; er betrug für das Jahr 1975 insgesamt 37,1 Mrd DM gegenüber 50,8 Mrd im Jahre 1974.

Nachdem in *Frankreich* die Industrieproduktion von Mai bis Ende des dritten Quartals 1975 auf einem niedrigen Niveau stagniert hatte, trat ab November eine deutliche Aufwärtsbewegung ein. Zum erstenmal im Laufe des Jahres übertraf sie im Dezember den entsprechenden Vorjahreswert. Von dieser günstigen Entwicklung profitierten allerdings nicht alle Bereiche im gleichen Ausmass. Dank der seit Ende des ersten Halbjahres 1975 eingetretenen Wiederbelebung der Inlandsnachfrage wurden vor allem die tiefen Lagerbestände auf der Einzelhandelsstufe, insbesondere im Verbrauchsgüterbereich, wieder aufgestockt. Mit der Erholung der Inlandsnachfrage und dem Ende des Lagerabbaus begann indessen die Handelsbilanz wieder defizitär zu werden. Die Einfuhr nahm wertmässig seit Anfang des dritten Quartals wieder zu. Für das gesamte Jahr 1975 wies jedoch die Handelsbilanz einen Ausfuhrüberschuss von 4,1 Mrd ffr. auf. Die Exporte sind seit Mitte 1975 rückläufig. Sie sanken Ende Jahr fast auf den Vorjahresstand.

Die Teuerung hat sich trotz der Konjunkturabflachung kaum abgeschwächt. Im Dezember betrug die Teuerungsrate im Vergleich zum Vorjahr 9,6%. Die Stundenlöhne der Arbeiter erhöhten sich im gleichen Zeitraum um rund das Doppelte. Während die Zahl der Arbeitslosen mit rund 1 Million seit Oktober praktisch unverändert geblieben ist, weist diejenige der Kurzarbeiter eine allmähliche Verminderung auf.

In *Grossbritannien* stagnierte die Produktion der verarbeitenden Industrie im allgemeinen weiterhin und die Arbeitslosigkeit stieg wieder an. Hingegen scheint sich der Export eher etwas belebt zu haben. Die Verbraucheraus-

gaben sind im vierten Quartal gegenüber den vorangegangenen drei Monaten gefallen und dürften weiter zurückgehen. Trotz einer leichten Verlangsamung des Preisanstiegs bewegt sich die Teuerung nach wie vor über 20% (Januar 23,4%). Das reale verfügbare Einkommen der privaten Haushalte bildete sich weiter zurück. Die private Sparquote hielt sich auf einem ungewöhnlich hohen Stand.

Die Abwärtsentwicklung der Anlageinvestitionen setzte sich auch im vierten Quartal als Ergebnis erheblicher Investitionskürzungen in der verarbeitenden Industrie und im Schiffbau fort. Der Rückgang wurde nur zum Teil durch die erhöhten Investitionen im Wohnungsbau, in den verstaatlichten Industrien und im Zusammenhang mit den Nordsee-Erdölfunden ausgeglichen.

Das Defizit der Ertragsbilanz verringerte sich im Jahre 1975 auf 1,7 Mrd £, verglichen mit 3,7 Mrd £ im Vorjahr.

Die leichte Belebung der *italienischen Wirtschaft*, die sich gegen Ende 1975 in verschiedenen Sektoren zeigte, wurde von der im Dezember ausbrechenden Regierungs- und der darauffolgenden Währungskrise überschattet. Zur Verteidigung der Lira und zur Belebung der Wirtschaft wurden von der neuen Regierung verschiedene Notmassnahmen ergriffen. Dazu gehören u.a. eine ausserordentliche Besteuerung der Gewinne der Unternehmen und das Einfrieren der höheren Gehälter.

Welch schwierigen Problemen sich die italienischen Behörden gegenübersehen, geht aus der Tatsache hervor, dass im vergangenen Jahr der Aussenwert der Lira um 12% und die Industrieproduktion um 9,5% zurückgingen, während die Kosten je Produktionseinheit um nicht weniger als 33% anstiegen. Das Defizit des Staatshaushaltes des letzten Jahres erreichte mit annähernd 11 000 Mrd Lire einen Anteil am Bruttosozialprodukt von 11%.

Der Preisauftrieb verlangsamte sich in den letzten Monaten weiter. Die Lebenshaltungskosten waren Ende Januar noch um 11,0% höher als im Vorjahresmonat, verglichen mit noch 25,1% im Januar 1975.

Das Handelsbilanzdefizit konnte 1975 von 6 920 Mrd Lire im Vorjahr auf 2 340 Mrd Lire vermindert werden, wobei vor allem die Einfuhr drastisch zurückging. In den letzten zwei Monaten hat sich die Handelsbilanz wieder ungünstiger entwickelt.

Der wirtschaftliche Aufschwung in den *Vereinigten Staaten* verlangsamte sich im letzten Quartal des vergangenen Jahres erwartungsgemäss. Die reale Wachstumsrate erreichte noch 4,9% gegenüber rund 12% im Vorquartal. Die neusten Daten über Auftragseingänge und Industrieproduktion lassen jedoch erkennen, dass die Wachstumspause der letzten Monate überwunden ist, obwohl hauptsächlich wegen der geringen Kapazitätsauslastung die Investitionen der privaten Wirtschaft noch immer auf einem niedrigen Niveau verharren. Im Jahre 1975 erhöhten sich die persönlichen Einkommen

um 7,9%; bei einer Inflationsrate von 7,5% blieb der reale Einkommenszuwachs ausgesprochen schmal. Dennoch haben die Verbraucher, gemessen an den Einzelhandelsumsätzen, ihre Bereitschaft zu Konsumausgaben erhöht. Besonders ermutigend ist die Entwicklung für die Automobilbranche, die im Dezember ihre Verkäufe um 11,3% ausdehnen konnte.

Die Arbeitslosenrate sank im Januar überraschend von 8,3 auf 7,8%. In den kommenden Monaten stehen Lohnverhandlungen in bedeutenden Wirtschaftsbranchen bevor.

Der Aussenhandel der USA verzeichnete im Jahre 1975 eine ganz ausserordentliche Verbesserung. Die Handelsbilanz schloss mit einem Überschuss von 11,5 Mrd \$ gegenüber einem Defizit von 2,3 Mrd \$ im Vorjahr.

In *Japan* verharrte die Industrieproduktion nach den vorläufigen Ergebnissen im Dezember vorerst weiterhin auf einem niedrigen Stand. Die saisonbereinigte Zahl der Arbeitslosen nahm weiter zu. Das vierte Antirezessionsprogramm blieb bisher ohne sichtbare Wirkung. Die überdurchschnittlich stark fallende private Nachfrage konnte bisher durch vermehrte öffentliche Bauvorhaben, gemäss Programm, nicht wirksam ausgeglichen werden. Löhne und Gehälter sind in den letzten Monaten real nicht mehr gestiegen, und da bei den Lohnverhandlungen im Frühjahr keine bedeutenden Lohnzugeständnisse zu erwarten sind, dürfte die private Nachfrage weiterhin eher stagnieren. Der Anstieg sowohl der Grosshandelspreise als auch der Einzelhandelspreise hat sich im vierten Quartal 1975 weiter vermindert. Infolge der drastischen Erhöhungen der Tarife beschleunigte sich jedoch der Preisauftrieb im Januar wieder. Ein Umschwung scheint sich in der Auslandnachfrage abzuzeichnen; die Exporte nahmen ab Dezember in bedeutendem Masse zu.

Das internationale Währungsgeschehen

Am 7. und 8. Januar 1976 trat der sogenannte Interimsausschuss des Internationalen Währungsfonds (IWF) in Kingston (Jamaica) zu seiner vierten Sitzung zusammen. Er schloss damit die seit längerer Zeit geführten Verhandlungen über eine Anpassung der IWF-Statuten an die veränderten internationalen Währungsverhältnisse sowie über eine neuerliche Erhöhung der Mitgliederquoten ab. Während über die Frage der Quotenerhöhung und die Regelung der künftigen Rolle des Goldes im internationalen Währungssystem und die Verwendung der Goldbestände des IWF bereits an der vorangegangenen Tagung vom 31. August 1975 weitgehend Übereinstimmung erzielt worden war, galt es in Jamaica vor allem noch, die in der Zwischenzeit in Verhandlungen zwischen Frankreich und den Vereinigten Staaten sowie im Rahmen der «Zehner-Gruppe» vorbereitete Verständigungslösung über die künftige Regelung des Wechselkurssystems in den Statuten des IWF zu verabschieden. Zugleich standen Begehren der Entwicklungsländer auf einen erhöhten und leichteren Zugang zu den Kreditfazilitäten des IWF zur Entscheidung.

Die Übereinkunft, die in der Goldfrage getroffen wurde, sieht die Aufhebung des offiziellen Goldpreises sowie der bisherigen Verpflichtung der Mitgliedländer, Gold als Teil der Mitgliederbeiträge einzuzahlen, vor. Sie ermächtigt ferner den IWF, ein Sechstel seines Goldbestandes an die Mitgliedländer zurückzuerstatten und ein weiteres Sechstel zu veräussern. Von diesen zur Veräusserung bestimmten 25 Mio Unzen wird der IWF gemäss den Beschlüssen von Jamaica 7,5 Mio Unzen direkt an Entwicklungsländer – nach Massgabe ihrer Mitgliederquoten – übergeben. Die verbleibenden 17,5 Mio Unzen sollen in periodischen Auktionen, die in den nächsten Monaten beginnen dürften, zu Marktpreisen veräussert werden. Der Gewinn, den man aus diesen Verkäufen zu erzielen hofft, ist zur Unterstützung der Entwicklungsländer bestimmt. Insbesondere soll damit ein Zinsverbilligungskonto gespeist werden, welches es dem IWF ermöglichen soll, Kredite an Entwicklungsländer zu besonders günstigen Zinssätzen einzuräumen. Ferner ist vorgesehen, dass die Mitgliedstaaten über die künftige Verwendung des restlichen Goldbestandes des IWF mit einer Stimmenmehrheit von 85% entscheiden können, so dass hiefür nicht mehr das umständliche Verfahren einer Statutenrevision erforderlich sein wird.

Die Neuregelung des Wechselkurssystems in den IWF-Statuten wurde unverändert so gutgeheissen, wie sie zunächst in bilateralen Verhandlungen zwischen Frankreich und den Vereinigten Staaten ausgearbeitet und anschliessend in weiteren Beratungen in der «Zehner-Gruppe» sowie im Direktorium des IWF bereinigt worden war. Praktisch bedeutet die vereinbarte Neufassung des betreffenden Artikels IV in den IWF-Statuten und den zugehörigen Erläuterungen die Anerkennung der derzeitigen faktischen Wechselkursverhältnisse. Es wird den Mitgliedstaaten somit nach vollzogener Ratifikation der neuen Statuten, für die mit einer Zeit von eineinhalb bis zwei Jahren gerechnet wird, nun auch «de jure» gestattet, den Wechselkurs frei schwanken zu lassen, was bisher gegen die geltenden Satzungen des IWF verstossen hatte. Zugleich ist es jedoch auch erlaubt, im Rahmen regionaler Vereinbarungen gegenüber anderen Ländern stabile Wechselkursrelationen festzulegen, wie dies zur Zeit im Rahmen des europäischen Währungsverbundes, der «Schlange», der Fall ist. Nach einer Übergangszeit von noch unbestimmter Dauer werden die Mitgliedländer mit einer Stimmenmehrheit von 85% beschliessen können, zu einem System mit stabilen, aber anpassungsfähigen Wechselkursen überzugehen. Ein solcher Mehrheitsentscheid würde alle am IWF beteiligten Länder verpflichten, das System flexibler Wechselkurse aufzugeben. Die Vereinigten Staaten besitzen allerdings mit einem Stimmenanteil von 20% ein faktisches Vetorecht, welches ihnen erlaubt, an flexiblen Kursen festzuhalten, solange sie dieses System für zweckmässiger erachten.

Die Entwicklungsländer machten ihre Zustimmung zu dieser Regelung von der Erfüllung recht weitgehender Forderungen auf Einräumung zusätzlicher Kreditfazilitäten beim IWF abhängig. Die Verhandlungen konzentrierten sich deshalb in Jamaica vor allem auf die Suche nach einem Kompromiss für die Zurverfügungstellung

zusätzlicher Finanzierungsmöglichkeiten seitens des IWF. Nachdem die Entwicklungsländer anfänglich eine Verdreifachung der ersten Kredittranche, an deren Beanspruchung der IWF die geringsten Anforderungen stellt, gefordert und die Industrieländer eine unverzügliche Erhöhung aller Kredittranchen um ein Drittel als Vorwegnahme der beschlossenen Quotenerhöhung gleichen Umfangs offeriert hatten, einigte sich der Interims-Ausschuss nach zähen Verhandlungen schliesslich auf eine sofortige Heraufsetzung der Benutzbarkeit aller Kredittranchen um 45%. Diese Erleichterung soll an sich nur bis zum Inkrafttreten der Quotenerhöhung nach der Ratifikation der beschlossenen Statutenrevision gelten.

Die im Anschluss an das Gipfeltreffen von Rambouillet vereinbarte engere Zusammenarbeit auf dem Gebiete der Wechselkurspolitik, die im wesentlichen zu einer Erweiterung der täglichen Konsultation und Konzertation der Devisenoperationen zwischen den Notenbanken der «Währungsschlange» und den Notenbanken der Vereinigten Staaten und der Schweiz sowie in lockerer Form auch Kanadas und Japans führte, wurde in den Monaten Januar und Februar 1976 einer ersten Bewährungsprobe unterzogen. Im Gefolge der um die Jahreswende in Italien ausgebrochenen Regierungskrise und der dadurch ausgelösten massiven Kapitalflucht geriet die Lira unter starken Druck. Nach massiven Stützungsinterventionen sah sich die Banca d'Italia schliesslich gezwungen, ihre Interventionen am 21. Januar einzustellen. Die italienische Regierung schloss die Devisenbörsen während einiger Wochen. Der Kurs der Lira fiel innert kurzer Zeit um rund 10%.

Die Währungskrise Italiens blieb, wie bereits zu Beginn des Jahres 1973, nicht ohne Auswirkungen auf die übrigen Devisenmärkte. Im Anschluss daran sowie an eine Abwertung der Peseta um 11% durch die spanische Regierung geriet auch der französische Franken vorübergehend unter starken Druck. Im Zusammenhang mit einem Treffen des französischen Staatspräsidenten mit dem deutschen Bundeskanzler lösten Gerüchte über eine bevorstehende Anpassung des Wechselkurses zwischen dem französischen Franken und der D-Mark eine starke, gegen den französischen Franken gerichtete Devisenspekulation aus. Die umfangreichen Kursstützungsinterventionen der französischen Notenbank führten wie bereits zuvor jene der Banca d'Italia zu einem beträchtlichen Kursdruck auf den Dollar, da die Kursstützungskäufe jeweils gegen Dollars erfolgten, was auch das Kursverhältnis dieser Währung gegenüber anderen, nicht unmittelbar betroffenen Währungen, wie der D-Mark und dem Schweizerfranken, in Mitleidenschaft zog. Aus diesem Grunde stieg der Kurs des Schweizerfrankens weitgehend im Gleichschritt mit jenem der D-Mark gegenüber dem Dollar vorübergehend erneut an. Die Spekulationen gegen den französischen Franken flauten indessen rasch wieder ab, und der Kurs des Dollars erholte sich gegen Ende Februar wieder.

Die konjunkturelle Entwicklung in der Schweiz

In den letzten Monaten und Wochen hat sich der konjunkturelle Rückgang in unserem Land nach den verfügbaren Indikatoren insgesamt abgeschwächt. Ein eigentlicher Tendenzumschwung ist jedoch bisher nicht feststellbar. Einzelne Industriebereiche, z.B. Teile der Textil- und Bekleidungsindustrie sowie der chemischen Industrie, verzeichneten insbesondere gegenüber dem 3. Quartal 1975 einen erhöhten Auftragseingang aus dem Ausland. Zudem konnte in diesen Bereichen ein gewisser Lagerabbau beobachtet werden. Bei der Inlandnachfrage war, insbesondere was den Konsumgüterbereich betrifft, eine deutliche Abflachung des Rückganges festzustellen. Hingegen sind die Importe von Konsum- und Investitionsgütern noch weiter zurückgegangen.

Die mit dem Konjunkturrückgang einhergehende Abschwächung der Kreditbeanspruchung setzte sich im Dezember – gemessen an der jährlichen Zuwachsrate – zwar noch fort. Man kann jedoch auch in diesem Bereich von einer gewissen Stabilisierung sprechen, betrug doch die Jahreszuwachsrate im Dezember 4,6%, nachdem sie bereits im September 1975 den bisherigen Tiefstwert von 4,5% erreicht hatte. Abgesehen von der Kreditvergabe an die öffentliche Hand, die im Jahre 1975 um 6,7% anstieg, trug zur Hauptsache die Zunahme der Hypothekaranlagen zum jährlichen Wachstum des inländischen Kreditvolumens bei. Bei diesem Zuwachs handelt es sich vor allem um die Ablösung von früher gewährten Baukrediten und Darlehen durch Hypothekarkredite.

Auf dem Arbeitsmarkt hat sich die Lage mit der üblichen Verzögerung noch etwas verschärft. Die Zahl der Arbeitslosen ist in den letzten Monaten deutlich gestiegen, während die Zahl der Kurzarbeitenden in letzter Zeit zurückgegangen ist.

Als erfreulich sind die in den letzten Monaten im internationalen Vergleich anhaltenden tiefen Zuwachsraten des Konsumentenpreisindex zu bezeichnen. Zusammen mit gemässigten Lohnforderungen und einer auf Stabilität ausgerichteten Geldpolitik sind damit günstige Voraussetzungen für eine wirtschaftliche Erholung geschaffen.

Die ausländische Nachfrage hat sich in den vergangenen Monaten recht unterschiedlich entwickelt. Augenfällig ist dabei die stark gestiegene Nachfrage aus der Bundesrepublik nach Textilprodukten, vor allem nach Bekleidungswaren. Die Exportentwicklung in diesem Industriebereich – ähnlich ist die Lage in der chemischen Industrie – scheint sich allmählich auf tieferem Niveau zu stabilisieren. Dass die Auftragseingänge eine wieder steigende Tendenz verzeichnen, scheint zur Hoffnung zu berechtigen, dass diese beiden Industriezweige insgesamt die Talsohle bereits durchschritten haben. Dabei muss allerdings festgehalten werden, dass sich der Preisindex der exportierten Textilien und Bekleidungswaren im 4. Quartal noch insgesamt 13,7% unter der Referenzperiode des Vorjahres befand. Dieser Preiseinbruch wiegt umso schwerer, als die Halbfabrikate in die-

sem Sektor teilweise in der Schweiz hergestellt werden und die Exporteure somit nicht voll in den Genuss der durch den hohen Wechselkurs verbilligten Importe gelangen. Im Gegensatz dazu konnte das Preisniveau bei den chemischen Exportprodukten gegenüber dem Vorjahresquartal leicht angehoben werden.

Im Investitionsgüterbereich, wie in der Maschinen- und Apparateindustrie sowie der Metallindustrie, beginnt sich die Rezession nun allmählich auch in den Exportzahlen bemerkbar zu machen. Lagen im 4. Quartal die Exporte wertmässig noch auf dem Vorjahresniveau, so sanken sie im Januar bereits um 5,8% unter den Vorjahreswert. Da der Bestellungseingang rückläufig und der Arbeitsvorrat im Sinken begriffen ist, ist für die kommenden Monate eher mit einem noch weiteren Abgleiten der Exportzahlen zu rechnen.

Im Binnenbereich deuten die verfügbaren Indikatoren teilweise noch auf eine weitere Abschwächung hin. Bei einzelnen Nachfragekomponenten waren allerdings erste Anzeichen zu einer Stabilisierung auf dem erreichten tieferen Niveau festzustellen. Es scheint, dass die Konsumbereitschaft der privaten Haushalte im letzten Quartal 1975 gegenüber den Vorquartalen nicht mehr weiter nachgelassen hat. Im Dezember 1975 war gegenüber den vorangegangenen Monaten nur noch ein geringer Rückgang der realen Konsumnachfrage – gemessen an den Kleinhandelsumsätzen – zu verzeichnen. Auch die Entwicklung der Konsumgüterimporte weist auf eine gewisse Stabilisierung auf dem erreichten Stande hin.

In der Industrie ist die Investitionsneigung infolge der konjunkturellen Erwartungen – der Aufschwung in den für unsere Exportwirtschaft relevanten Ländern hat noch nicht die erhofften Ausmasse angenommen – und der teilweise noch als zu hoch bezeichneten Lager weiterhin schwach. Während vor allem die Fertigwarenlager noch als übersetzt erscheinen, sind die Rohwarenlager und insbesondere die Lager auf der Grosshandelsstufe beträchtlich abgebaut worden. Im 4. Quartal 1975 erreichte der wert- und mengenmässige Rückgang der Investitionsgütereinfuhr 20,8% nominal bzw. 23,7% real im Vergleich zum Vorjahr. Er hat sich gegenüber dem dritten Vierteljahr 1975 noch etwas beschleunigt.

Als Folge der stagnierenden Bevölkerungszahl und der Überproduktion in den «Boomjahren», welche sich im Wohnungsbereich wie auf dem Liegenschaftenmarkt zusehends bemerkbar macht, sieht sich die Bauwirtschaft trotz der Massnahmen der öffentlichen Hand einer anhaltend schwachen Nachfrage gegenüber. Die Indikatoren für Planvorlagen im Wohnungs- und Industriebau, sowohl bei Neu- wie bei Umbauten und bei Betriebseinerichtungen zeigten noch keine Verbesserung an. Im Berichtsquartal war bei den Neubewilligten Baukrediten gegenüber dem vorangegangenen dritten Vierteljahr eine leichte Abschwächung festzustellen; im Jahresvergleich ist das Volumen jedoch um rund 60% auf 5,2 Mrd Franken angestiegen.

In den 92 von der Statistik erfassten Städten war sowohl gegenüber der Vorjahresperiode als auch gegenüber dem Vorquartal ein weiteres Absinken der Wohnungsproduktion festzustellen. Die beanspruchten Baukredite lassen dagegen auf eine im Vergleich zum Vorquartal etwas verstärkte Bautätigkeit schliessen. Sie dürfte sich vor allem in Renovationsarbeiten und Umbauten niedergeschlagen haben.

Die Lage am Arbeitsmarkt war im Januar durch ein weiteres Ansteigen der Arbeitslosenziffer gekennzeichnet. Ende Januar wurden in der Schweiz 31 579 Ganzarbeitslose gezählt; das sind rund 1,1% der Erwerbsbevölkerung. Davon entfielen auf die Berufsgruppen Metallbearbeitung 8 100, auf kaufmännische und Büroberufe 5 100, Bauberufe 3 900 und 2 100 auf Uhrmacherei und Bijouterie. Durch die nach Berufsgattung recht unterschiedliche Arbeitslosigkeit sind einige mehr oder weniger einseitig strukturierte Regionen, wie insbesondere der Jura, aber auch die Kantone Schaffhausen, Solothurn und Zug stärker von der Rezession betroffen. Die Zahl der Teilarbeitslosen ist demgegenüber per Ende Januar 1976 auf 120 573 gesunken, nachdem sie am Jahresultimo noch 136 661 betragen hatte.

Ende des 3. Quartals 1975 lag die Gesamtzahl der Beschäftigten im Industrie- und Dienstleistungsbereich um rund 200 000 unter derjenigen vor Jahresfrist, was einem Rückgang der aktiven Bevölkerung um etwa 7% auf 2,9 Mio entspricht.

Der Preisauftrieb hat sich in den letzten Monaten auf einem relativ tiefen Niveau stabilisiert. Nach dem Konsumentenpreisindex erreichte die Teuerung gegenüber dem Vorjahr im Dezember und Januar 3,4%. Dabei fiel der Rückgang des Preisanstiegs bei den Waren erheblich stärker aus als bei den Dienstleistungen. Auf der Grosshandelsstufe hielt die Abschwächung, welche bereits während des ganzen Jahres 1975 festzustellen war, an. Im Januar lag der Grosshandelspreisindex um 4,3% unter dem Vorjahresergebnis. Die Preise für Inlandwaren gingen innert Jahresfrist um 2,4% zurück, während sich der Rückgang der Importwaren im Vergleich zu den Vormonaten zwar etwas abschwächte, aber im Januar immer noch 8,8% erreichte. Dies dürfte auf die teilweise recht deutlich wieder anziehenden Preise auf den Rohwarenmärkten zurückzuführen sein. Die Entwicklung der Grosshandelspreise wie auch der Baukosten berechtigt zu einiger Hoffnung, dass der Anstieg der Konsumentenpreise in den nächsten Monaten noch weiter zurückgehen dürfte.

Die Entwicklung am Geld- und Kapitalmarkt

Auf Jahresbeginn gab das Direktorium der Nationalbank die geldmengenpolitischen Zielsetzungen für 1976 bekannt. Für die Geldmenge im engeren Sinne (M_1), die sich aus dem Bargeldumlauf und den Sichteinlagen des privaten Nichtbankensektors zusammensetzt, wurde unter Berücksichtigung der erwarteten Entwicklung des

Bruttosozialprodukts sowie im Sinne einer Verstetigung der Geldmengenentwicklung erneut eine jahresdurchschnittliche Ausweitung um 6% in Aussicht genommen. Die von der Nationalbank direkt beeinflussbare Notenbankgeldmenge oder monetäre Basis (Notenumlauf und Giro Guthaben der privaten Wirtschaft beim Noteninstitut) soll zu diesem Zweck ebenfalls um höchstens 6% erhöht werden. Im Falle einer kräftigen Konjunkturbelebung liesse sich das beabsichtigte Wachstum der Geldmenge M_1 aller Voraussicht nach mit einer geringeren Expansion der monetären Basis erreichen. Dies insbesondere deshalb, weil das Bankensystem gegenwärtig sehr liquid ist und mit wachsender Kreditbeanspruchung der Geldmultiplikator – das Verhältnis zwischen Notenbankgeldmenge und M_1 – zunehmen dürfte. Die monetären Voraussetzungen für einen wirtschaftlichen Wiederaufschwung sollen damit für das laufende Jahr gewährleistet werden, ohne dass jedoch durch übermässige Geldschaffung neue Inflationsimpulse ausgelöst werden.

Die jahresdurchschnittliche Ausweitung der Geldmenge M_1 blieb 1975 mit 4,4% leicht unter der geplanten Rate von 6%, obschon die Nationalbank mit Rücksicht auf die rezessionsbedingt geänderte Relation zwischen monetärer Basis und Geldmenge (Multiplikator) die monetäre Basis um jahresdurchschnittlich 10% statt wie ursprünglich vorgesehen nur um 6% ansteigen liess. Den grössten Beitrag zur Ausweitung der Notenbankgeldmenge, nämlich 2,1 Mrd Franken, lieferte der Saldo aus den Interventionskäufen am Devisenmarkt (11,2 Mrd) und den Devisenabgaben im Rahmen der Konversionspflicht für Kapitalexporte (9,1 Mrd). Gemessen an der Entwicklung des realen Bruttosozialproduktes, das nicht nur – wie von den zuständigen Stellen ursprünglich geschätzt – stagnierte, sondern um 7% zurückging, ist das erreichte Wachstum der Geldmenge und der Versorgung mit Notenbankgeld als zweifellos reichlich zu bezeichnen.

In der Berichtszeit (Dezember 1975 bis Februar 1976) blieb der Geldmarkt flüssig. Am Kapitalmarkt herrschte nach der Jahreswende ein ausgesprochener Nachfrageboom. Die rückläufige Tendenz der Zinssätze hielt im Dezember an und verstärkte sich im Januar. Die Festzinssätze wurden um 1%, die offiziellen Sätze der Nationalbank (am 13. Januar 1976), die Spezialdiskontsätze und der Privatskontsatz um je 0,5% zurückgenommen. Bei den Kassenobligationen der Grossbanken betrug die Satzreduktion je nach Laufzeit 0,75–1,25%. Die Durchschnittsrendite der eidgenössischen Anleihen verminderte sich um 0,64%, und die Zinssätze für Anleiheemissionen erster Adressen wurden um 1% ermässigt.

Der Geldmarkt wurde im Dezember durch die reichliche Inanspruchnahme der Liquiditätshilfen der Nationalbank alimentiert. Diese hatte sich frühzeitig bereit erklärt, dem Markt die zur Bewältigung des Jahresultimos benötigten Überbrückungshilfen zur Verfügung zu stellen. So bot sie den Banken anfangs Dezember Swap-Fazilitäten im Betrag von 1,2 Mrd Dollar an, stellte aber bald darauf weitere Swaps in Aussicht, als sich gewisse Spannungen am Geldmarkt bemerkbar machten. Insgesamt erreichte die Finanzierungshilfe der Nationalbank 7,1 Mrd Franken. Davon entfielen 4,8 Mrd Franken auf Dollar/

Franken-Swaps mit Laufzeiten bis zu einem Monat, 1,8 Mrd auf zusätzliche Diskont- und Lombardkredite und 0,5 Mrd auf die kurzfristige Mobilisierung von Sterilisierungsreskriptionen. Die Giro Guthaben der Wirtschaft bei der Nationalbank überschritten am Jahresende mit 11,5 Mrd Franken den bereits hohen Vorjahresstand um 2 Mrd Franken. Die Expansion des Notenumlaufes und damit verbunden auch der für die Banken resultierende Liquiditätsentzug fielen schwächer aus als im Dezember 1974. Am Jahresultimo lag der Notenumlauf mit 19,1 Mrd Franken erstmals seit vielen Jahren um 1,6% unter dem Vorjahresniveau. Obwohl die Liquiditätshilfe der Nationalbank im Januar vollumfänglich abzutragen war, traten am Geldmarkt auch nach dem Ultimo keine Anspannungen auf. Infolge des Notenrückflusses, Überleitungen von den Konten des Bundes auf jene der Wirtschaft und umfangreicher, nur teilweise durch Pflichtkonversionen kompensierter Interventionskäufe der Nationalbank am Devisenmarkt, betragen die Giro Guthaben der Wirtschaft am Monatsende 6,7 Mrd Franken. Dabei wurde die Finanzierungshilfe der Nationalbank auf diesen Termin überhaupt nicht beansprucht. Ende Januar und anfangs Februar bewirkte die hohe Mittelaufnahme des Bundes am Kapitalmarkt einen Abbau der überhöhten Giro Guthaben der Wirtschaft. Da der Bund sich auf Anraten der Nationalbank einen Teil dieser Mittel auf Vorrat beschaffte und vorderhand nicht beanspruchen wird, konnte auf eine ursprünglich vorgesehene besondere Aktion zur Abschöpfung der durch bedeutende Deviseninterventionen am Jahresanfang entstandenen Überschussliquidität verzichtet werden. Der Februarultimo wurde unter Inanspruchnahme einer Überbrückungshilfe der Nationalbank im Betrag von 0,26 Mrd Franken problemlos bewältigt. Der Stand der Giro Guthaben betrug in diesem Zeitpunkt 5,98 Mrd Franken.

Am Kapitalmarkt waren auch im Dezember alle aufgelegten Anleihsmissionen erfolgreich. Trotz der Jahresendeinflüsse fiel die Durchschnittsrendite der Bundesanleihen, die Ende November noch 5,96% betragen hatte, Ende Dezember auf den Jahrestiefststand von 5,81% (Ende 1974: 7,17%). Der Bund konnte noch im Dezember eine weitere nicht-öffentliche Kassascheinemission im Betrag von 300 Mio Franken zu 6% auf 6 Jahre (Ausgabepreis 100,75%) bei den Banken plazieren; die Lieberierung fand im Januar statt. Im Januar 1976 legte er sodann eine zu 6¼% verzinsliche öffentliche Anleihe von 700 Mio Franken mit einer Laufzeit von 15 Jahren auf (Ausgabepreis 99,0%). Die ausserordentliche Aufnahmefähigkeit des Marktes hatte ihn veranlasst, den ursprünglich vorgesehenen Betrag um 200 Mio zu erhöhen. Die Anleihe wurde rund dreimal überzeichnet, ein deutlicher Hinweis auf die grosse Zeichnungsbereitschaft breiter Anlegerkreise. Auch die übrigen Emissionen wurden wegen der überbordenden Nachfrage in der Regel mehrfach gedeckt. Die zu Jahresbeginn festgestellte Anlageeuphorie erklärt sich nicht allein aus dem saisonal erhöhten Anlagebedarf, sondern auch aus dem Wegfallen bisher bedeutender alternativer Anlagemöglichkeiten im Immobilienbereich, namentlich für die institutionellen Investoren, der rückläufigen Kreditnachfrage bei den Banken sowie auch aus der Zinsentwicklung. Einerseits förderte der

starke Fall der kurzfristigen Zinssätze eine weitere Umlagerung von fällig werdenden Geldmarktanlagen in Kapitalmarkttitel, andererseits liess die rasch sinkende Rendite langfristiger Titel ein weiteres Zuwarten bei der Anlage dieser Gelder nicht ratsam erscheinen. Dazu kam noch der Umstand, dass sich die Kapitalnachfrage wie bereits schon im 4. Quartal 1975 durch Rückzüge von Emissionsvorhaben verringerte. Bereits die Zahl der Anmeldungen bei der Emissionskommission war für das 1. Quartal 1976 mit 49 deutlich niedriger als vor Jahresfrist (76). Die Kommission konnte, da die Nationalbank erneut auf die Fixierung eines Plafonds verzichtete, alle angemeldeten Anleihen bewilligen. Sie lauteten ursprünglich auf einen Neugeldbetrag von 2,2 Mrd Franken. Den Rückzügen sowie zahlreichen freiwilligen Kürzungen der Anleihsbeträge stand die erwähnte Aufstockung der Bundesanleihe gegenüber.

Im Einvernehmen mit der Nationalbank entschloss sich der Bund, das Überangebot im Kapitalmarkt zu nutzen, um den Tresoreriebedarf für 1976 rasch zu decken und darüber hinaus nach Möglichkeit auch bereits einen Teil der für 1977 benötigten Mittel zu beschaffen. Dies erschien wegen der rezessionsbedingt schlechten Steuerertragsperspektiven ratsam. Die Nationalbank erklärte sich zur Verminderung der dem Bund erwachsenden Zinskosten bereit, bis auf weiteres das bei ihr unterhaltene Bundesguthaben, soweit es 500 Mio Franken übersteigt, zum jeweils geltenden Diskontsatz zu verzinsen.

Anschliessend an die Anleihsmission plazierte der Bund bei vier Grossbanken Kassascheine im Betrag von 500 Mio Franken zu 5½% auf 5 Jahre fest (Ausgabepreis 99,25%). Ende Februar beschaffte er sich weitere 430 Mio Franken durch die Abgabe von Kassascheinen an Kantonalbanken (250 Mio) und Privatbanken (180 Mio). Verhandlungen mit den Banken über eine zusätzliche öffentliche Anleihsmission des Bundes auf Ende Februar/Anfang März wurden dagegen unterbrochen, nachdem bezüglich der Konditionen noch keine Einigung zustande gekommen war. Die Eidgenossenschaft und die Regiebetriebe nahmen weitere Mittel auf dem Darlehensweg auf.

Im Februar waren am Sekundärmarkt zeitweilig Kurseinbussen zu verzeichnen, und einzelne Anleihen, vorab solche der Industrie, hatten zum Teil Mühe, ihren Ausgabekurs zu halten. Obschon die Anleger am Emissionsmarkt eine leichte Bevorzugung von Anleihen der öffentlichen Hand bekundeten, blieben die Zeichnungsergebnisse von der Entwicklung am Sekundärmarkt fast unberührt und durchwegs sehr gut. Wie die Entwicklung der Durchschnittsrendite der Bundesanleihen zeigt, wurde die Unsicherheit bald wieder überwunden. Am Jahresende 1975 betrug die Durchschnittsrendite 5,81%, zu Jahresbeginn 1976 dagegen 6,00%, weil ältere, verfallende, niedrigverzinsliche Titel in der Renditestatistik durch neue, höherverzinsliche Werte ersetzt werden mussten. Im Januar fiel die Rendite in rascher Folge auf 5,31%. Ende Januar und auch im Februar stieg sie vorübergehend leicht auf über 5,40% an, notierte aber Ende Februar wieder 5,29%.

Mit Wirkung ab 13. Januar senkte die Nationalbank den offiziellen Diskontsatz um 0,5% auf 2½% und den Lombardsatz in gleichem Ausmass auf 3½%. Die Reduktion erfolgte sowohl aus wechsellagerpolitischen Gründen als auch mit dem Ziel, im binnenwirtschaftlichen Bereich zu einer weiteren Senkung der Zinskosten beizutragen. Die offiziellen Sätze erreichten damit das tiefste Niveau seit 1964. Der Privatlagerdiskontsatz der Geschäftsbanken wurde auf Neujahr von 5½% auf 5% herabgesetzt. Die Spezialdiskontsätze für Pflichtlagerwechsel wurden im Januar in zwei Schritten von je ¼% auf 2¼% (Lebens- und Futtermittel) bzw. 3¼% (übrige Pflichtlager) ermässigt. Gleichfalls in zwei Schritten wurden im Januar die Festgeldsätze um insgesamt je 1% zurückgenommen. Sie betragen seither je nach Laufzeit 1½%, 2¼% und 3½%. Auch im mittelfristigen Bereich hielt die Zinsbaisse an.

Einheitlich fiel der Rückgang bei den Kassenobligationensätzen der Grossbanken aus. Nach Reduktionen im Dezember, Januar und Februar verzinsen sich die Titel auf 3-4 Jahre zu 4¼% (-¼%), jene auf 5-6 Jahre zu 5% (-1%) und jene auf 7-8 Jahre zu 5¼% (-1¼%). Mit dem Rückgang der Kassenobligationensätze ist eine Verbilligung der längerfristigen Exportkredite verbunden, da diese vorwiegend mit Kassenobligationengeldern finanziert werden. Auf dem Kapitalmarkt wurden die Nominalsätze erster Adressen in vier Schritten um 1% auf 5¼% gesenkt. Auch die Sparheftsätze wurden – in der Regel auf Neujahr – um ¼% zurückgenommen. Vielfach wurden auf den gleichen Zeitpunkt auch die Sätze für neue Hypotheken um ¼%, zum Teil auch um ½% gesenkt. Weitere Satzreduktionen wurden inzwischen angekündigt, und die Differenz zu den reglementierten Sätzen der sogenannten Althypotheken sind damit praktisch verschwunden. Bereits wird vereinzelt eine Herabsetzung der Sätze auf Althypotheken um ¼% vorgenommen. Schliesslich reduzierten die Banken auf Jahresbeginn auch ihre Debitorensätze um ¼%.

Am Devisenmarkt verstärkte sich im Dezember der Aufwärtsdruck auf den Kurs des Schweizerfrankens. Während die Baisse des Dollars in bescheidenem Rahmen blieb, fiel die seit Mitte 1975 schwache D-Mark, die im Monatsmittel November noch 102,5 notiert hatte, an einzelnen Tagen unter pari. Da sich auch das englische Pfund, der französische Franken und der holländische Gulden im Verhältnis zum Franken abschwächten, erreichte die mit den Exporten nach den 18 wichtigsten Absatzländern gewogene Höherbewertung des Frankens einen neuen Höchststand. Im Monatsmittel Dezember be-

trug der auf die Basis April 1971 bezogene Aufwertungssatz 45,9% gegenüber 39,9% im Dezember 1974. Der Auswertwert des Frankens hat sich damit innert Jahresfrist um 4,3% erhöht. Als der Dollarkurs im Januar verstärkt unter Druck kam, intervenierte die Nationalbank zeitweise mit massiven Beträgen. Die internationale Schwäche der italienischen Lira und des französischen Frankens hatte im Februar auch negative Rückwirkungen auf den Dollar.

Veränderungen des Devisenbestandes der Nationalbank resultierten in der Berichtszeit nicht nur aus dem Saldo von Interventionskäufen und Pflichtkonversionen von Kapitalexporten. Die Rückzahlung eines von der Nationalbank gewährten Fremdwährungskredites durch den Bund führte, da die Forderung als Devisenguthaben verbucht worden war, zu einer Verringerung des Devisenbestandes. Eine Erhöhung ergab sich andererseits aus der Liquidierung von mit der Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) getätigten Swap-Operationen. Die BIZ kaufte die damals im Zusammenhang mit dieser Operation bei den Banken plazierten Eigenwechsel zurück. Die Nationalbank kompensierte diesen Liquiditätszuwachs vollumfänglich durch die Neuplazierung von Sterilisierungsreskriptionen im Betrag von 625 Mio Franken.

Die im April 1975 getroffene Abmachung zwischen der Nationalbank und den im Devisengeschäft tätigen Banken und multinationalen Gesellschaften über die Meldung von Devisentransaktionen, die ursprünglich bis Ende 1975 befristet war, wurde inzwischen bis zum 30. Juni 1976 verlängert. Die Vereinbarung zwischen der Schweizerischen Nationalbank und den Schweizerbanken über die Milderung von Liquiditätsschwierigkeiten einzelner Exportbranchen wurde ebenfalls verlängert; sie ist nunmehr bis Ende Oktober 1976 gültig. Gestützt auf das Bankengesetz verlangt die Nationalbank von den Banken seit Ende Januar 1976 die regelmässige Meldung des Eigenbestandes an Devisen (sog. Händlerposition). Diese Meldepflicht dient – wie die vorgenannte Vereinbarung – der Verbesserung der Transparenz des Devisenmarktes. Sodann trat Ende Januar die im Oktober 1975 von der Nationalbank verfügte weitere Herabsetzung des zulässigen Volumens der Terminverkäufe von Schweizerfranken an Ausländer in Kraft. Die Terminverkäufe sind nunmehr auf 60% (zuvor: 70%) des Referenzstandes vom 31. Oktober 1974 begrenzt. Mit dieser Massnahme soll eine Umgehung des für ausländische Bankguthaben in Schweizerfranken geltenden Verzinsungsverbotes erschwert werden.