

# Bericht

über die Wirtschafts- und Währungslage  
für die Sitzung des Bankrates vom 11. Juni 1976

## Weltwirtschaftliche Entwicklungstendenzen

Der gegenwärtige Erholungsprozeß der Wirtschaft setzt sich in den wichtigsten Industrieländern, mit Ausnahme von Großbritannien und Italien, stärker und schneller fort, als noch vor wenigen Monaten vermutet werden konnte. Die wichtigsten Impulse gehen vom Wiederaufbau der Lager und vom privaten Verbrauch aus. In der Industrie überschreiten in den meisten Branchen der Auftragseingang und die Produktion jetzt wieder das allerdings recht niedrige Vorjahresniveau. Die Investitionsbereitschaft der Unternehmen bleibt aber weiterhin flau. Eine Wende dürfte hier erst eintreten, wenn sich die Ertragslage und die Kapazitätsauslastung merklich verbessern. In den letzten Monaten war ein umfangreicher Abbau der Kurzarbeit festzustellen, während die Vollarbeitslosigkeit nur sehr zögernd zurückgeht.

Die Erhöhung der Lagerbestände, die sich in den meisten Ländern im Gleichschritt vollzieht, hat zu einer Erhöhung der Rohstoffpreise geführt. Dies obwohl eine reichliche Marktversorgung bei den meisten Produkten auch auf längere Sicht als gesichert gilt. Überdies haben die Unternehmen die verstärkte Nachfrage nach ihren Erzeugnissen zu Preiserhöhungen genutzt. Mit der konjunkturellen Aufwärtsentwicklung könnten die inflatorischen Spannungen wieder zunehmen, da außerdem in einigen Ländern der Kurs der Geldpolitik als recht großzügig erscheint.

## Streiflichter zur Konjunktur im Ausland

In der *Bundesrepublik Deutschland* hat sich das reale Bruttosozialprodukt im ersten Quartal dieses Jahres um gut 5% gegenüber der vergleichbaren Vorjahreszeit und um rund 2% gegenüber dem vierten Quartal 1975 erhöht. Die Wachstumszunahme gegenüber dem ersten Quartal 1975 geht mit je 3,5 Mrd DM auf Lageraufbau und Privatverbrauch, mit 1,5 Mrd DM auf Ausrüstungsinvestitionen und 500 Mio DM auf Staatsausgaben zurück, während Ausfuhrüberschuß und Bauinvestitionen zusammen mit 1,5 Mrd DM unter dem Vorjahresniveau blieben. Die wichtigsten Stützen der konjunkturellen Belebung sind weiterhin der Lageraufbau und der langsame, aber stetige Zuwachs des privaten Verbrauchs.

Die Ergebnisse der Ausfuhren im April und der Auslandsbestellungen bei der Industrie im Zweimonatsvergleich von Dezember/Januar auf Februar/März zeigen noch keinen eindeutigen Aufwärtstrend der Auslandsnachfrage. Die weltwirtschaftliche Erholung konzentrierte sich bisher nämlich auf Länder, die nur einen relativ geringen Teil der deutschen Ausfuhren aufnehmen. Die

USA, Kanada und Japan rechnen für 1976 mit Zunahmen des realen Sozialproduktes um 5 bis 6%. Auf diese Länder entfallen jedoch zusammen nur 8% der deutschen Exporte. Für Westeuropa aber, das an den deutschen Ausfuhren mit rund 60% beteiligt ist, wird ein Sozialproduktzuwachs von lediglich 3% erwartet.

Zur gegenwärtigen konjunkturellen Erholung trägt die geringe Investitionsneigung der Unternehmen wenig bei.

Der Preisanstieg hat sich seit Jahresanfang nicht mehr verlangsamt. Die Jahreststeuerung der Lebenshaltungskosten beliefen sich im April auf 5,2%. Eindeutig steigende Tendenz weisen die Erzeugerpreise der Industrie und der Landwirtschaft auf.

In *Frankreich* nimmt die Wirtschaftstätigkeit in den meisten Sektoren anhaltend zu. Der Lagerabbau scheint weitgehend beendet zu sein, die Belebung der privaten Nachfrage hält an und die Auswirkungen der öffentlichen Investitionsprogramme des vergangenen Jahres machen sich immer stärker bemerkbar. Seit drei Monaten bildet sich auch die Arbeitslosigkeit zurück. Im April ging die Zahl der gesuchten Stellen gegenüber dem Vormonat um 4,4% auf 896 900 zurück. Wie in andern Ländern ziehen auch in Frankreich die Verbraucherpreise wieder an. Sowohl im März als auch im April verzeichneten sie gegenüber dem Vormonat eine Zunahme von 0,9%. Seit Beginn des Jahres beträgt der Anstieg 3,6% und gegenüber dem Vergleichsmonat im Vorjahr 9,6%. Auch die Löhne zeigen eine Aufwärtstendenz. Die Handelsbilanz hat auch im April mit einem hohen Defizit von 1,2 Mrd FF. abgeschlossen. Gegenüber April 1975 ergab sich bei den Einfuhren ein Anstieg um rund 23%, bei den Ausfuhren jedoch lediglich um 12%. Im ersten Vierteljahr 1976 hat sich die Zahlungsbilanz wesentlich verschlechtert. Der Fehlbetrag beträgt 7,9 Mrd FF., verglichen mit einem Überschuß von 6,6 Mrd im Vergleichsquartal des Vorjahres.

In *Großbritannien* beginnt sich die Industrieproduktion allmählich zu beleben, während die Arbeitslosigkeit weiterhin auf einem hohen Niveau verharrt (Arbeitslosenquote im April 5,3%). Die vor kurzem erhöhten staatlichen Lohnsubventionen an Betriebe, die auf geplante Entlassungen verzichten, und die neue Vereinbarung, wonach der Gesamtlohnanstieg vom 1. August 1976 bis zum 31. Juli 1977 auf 4½% beschränkt wird, dürften einen weiteren Anstieg der Zahl der Arbeitslosen behindern. Die Jahreststeuerung, gemessen am Detailhandelspreisindex, ist im April erstmals seit über einem Jahr unter 20% auf 18,9% gefallen. Der Preisanstieg hat sich jedoch gegenüber den Vormonaten wieder beschleunigt, hauptsächlich bei den Großhandelspreisen. Dies wird der anhaltenden Abschwächung des englischen Pfundes zugeschrieben.

Die Handelsbilanz hat sich gegenüber dem günstigen Ergebnis im März (-16 Mio £) im April wieder verschlechtert (-255 Mio £). Zwar stiegen die Exporte noch leicht an, gleichzeitig erhöhten sich aber die Importe deutlich, hauptsächlich infolge des Wiederaufbaus der Lager.

Zur Stabilisierung des Pfundkurses hat die Bank von England am 21. Mai die Minimum lending rate von 10½% auf 11½% erhöht. Allein im April gingen die britischen Währungsreserven infolge von Stützungsoperationen um 1,06 Mrd \$ zurück. Großbritannien wird daher demnächst einen Beistandskredit von 700 Mio Sonderziehungsrechten vom Internationalen Währungsfonds, der bereits im Januar ausgehandelt worden war, in Anspruch nehmen.

In den ersten Monaten des laufenden Jahres haben sich die schon im vierten Quartal sichtbaren Symptome der Erholung in der *italienischen* Wirtschaft leicht verstärkt. Die Industrieproduktion ist im ersten Quartal 1976 um 9,5% gestiegen. Die Schwäche der Lira auf den Devisenmärkten hat aber zu tiefgreifenden Störungen in der wirtschaftlichen Entwicklung des Landes geführt. Die Spannungen im Preisbereich haben sich durch den niedrigeren Wechselkurs verstärkt. Der monatliche Anstieg der Lebenshaltungskosten und der Großhandelspreise betrug im April 3,3% bzw. im März 4,6%. Die Jahresrate der Zunahme der Lebenshaltungskosten belief sich im April auf 15,5%, nachdem sie im Januar auf 10,9% gesunken war. Das Gesamtdefizit der Zahlungsbilanz erreichte in den ersten vier Monaten 1976 mit 2128 Mrd Lit einen Stand, der sowohl das Passivum des ganzen letzten Jahres (1340,8 Mrd Lit) als auch das ursprünglich für das laufende Kalenderjahr vorgesehene Defizit von 1000 bis 1200 Mrd Lit übersteigt.

Zur Verteidigung der Lira und zur Bekämpfung der Währungsspekulation hat die Regierung anfangs Mai mit sofortiger Wirkung die Einfuhren mit einem zinslosen, bei der Notenbank für drei Monate zu hinterlegenden Bardepot von 50% des Warenwertes belegt. Es wurden auch flankierende Maßnahmen zur Unterbindung der gegen die Lira gerichteten Spekulation im Exporthandel eingeführt. Am Devisenmarkt scheint sich der Lirakurs inzwischen stabilisiert zu haben. Mitte Mai hat die Europäische Kommission weitere Währungsbeihilfen an Italien von insgesamt 1,08 Mrd \$ gewährt. Zur Bremsung der rasanten Talfahrt der Lira hatte die Banca d'Italia allein im März den vollen EG-Währungsbeistand in Höhe von 1 Mrd \$ und dazu einen Teil der Tranche von 500 Mio \$ des von der Bundesrepublik gewährten Kredits von 2 Mrd \$ aufgewendet.

Die wirtschaftliche Expansion war in den USA im ersten Vierteljahr 1976 stärker als erwartet. Der Zuwachs des realen Bruttosozialproduktes entspricht einer Jahresrate von 8,5%. Die Einzelhandelsumsätze sind gegenüber dem dritten Quartal 1975 am Zuwachs stark beteiligt. Sie stiegen von Ende Dezember bis Mitte März saisonbereinigt mit einer Jahresrate von über 30% an. An der Spitze standen dabei Gebrauchsgüter. Diese Expansion dürfte freilich in diesem Ausmaß nicht anhalten, was durch die

April-Zahlen bestätigt wird. Die persönlichen Einkommen steigen nur leicht, und die Preise, vor allem für Nahrungsmittel, tendieren wieder nach oben. Die Großhandelspreise haben sich im April um 0,8% (im Jahresvergleich um 5,3%) und die Verbraucherpreise um 0,4% (im Jahresvergleich um 6,0%) erhöht.

Der Produktionsindex lag für April um 11,2% über dem Vorjahresniveau, allerdings noch immer um 4% unter dem Höchststand vor der Rezession, im November 1973. Die Produktionsentwicklung hat sich bereits in der Beschäftigung niedergeschlagen. Nachdem sie schon im ersten Quartal 1976 um 1,4 Millionen zugenommen hatte, erhöhte sie sich im April um weitere 700000. Dennoch steht die Arbeitslosenrate, nach sechsmonatiger fortlaufender Abnahme, unverändert bei 7,5%, da vor allem Jugendliche und Frauen neu in den Erwerbsprozeß eingetreten sind.

Die Handelsbilanz verzeichnete auch im April ein Defizit (202,1 Mio \$). In den ersten vier Monaten betrug der Fehlbetrag 1,07 Mrd \$, verglichen mit einem Exportüberschuß in der gleichen Vorjahresperiode von 2,47 Mrd \$. Es bleibt abzuwarten, ob der Anstieg der Exporte bei stagnierenden Importen im April eine Tendenzwende in der amerikanischen Handelsbilanz anzeigt.

Die Impulse der seit dem Frühjahr deutlich werdenden Konjunkturbelebung in Japan kommen hauptsächlich aus dem Export. Die Verbesserung der wirtschaftlichen Lage in den Vereinigten Staaten und in anderen Industriestaaten hat zu einer kräftigen Nachfragesteigerung nach japanischen Erzeugnissen geführt. Japans Ausfuhren lagen im ersten Vierteljahr 1976 um 50% höher als im entsprechenden Vorjahresquartal. Diese Entwicklung hat eine spürbare Erhöhung der industriellen Produktion bewirkt. Die private Nachfrage belebt sich dagegen nur zögernd. Da die Gewerkschaften bei der diesjährigen Frühjahrskampagne durchschnittlich Lohnerhöhungen von 8-9% durchgesetzt haben – bei einer geschätzten Teuerungsrate für das laufende Jahr von 9,2% –, dürfte die private Nachfrage in den nächsten Monaten stagnieren oder sogar zurückgehen. Die Preisstabilität scheint wieder gefährdet zu sein. Sowohl der Anstieg der Einzel- als auch der Großhandelspreise hat sich wieder beschleunigt. Überdies hat die japanische Regierung am 1. Mai die staatlichen Preiskontrollen auf 15 Gütern des täglichen Bedarfs, die nach der Ölpreiserhöhung eingeführt worden waren, aufgehoben.

Die Verbesserung der Zahlungsbilanz im Februar und März (Überschuß von 619 bzw. 660 Mio \$) geht auf die günstige Entwicklung der Handelsbilanz und der langfristigen Kapitalbilanz zurück.

## Das internationale Währungsgeschehen

Nachdem die Zusammenkunft des Interimskomitees des Internationalen Währungsfonds (IMF) in Kingston zu Jahresbeginn den Abschluß der Verhandlungsphase markiert hatte, wurde das Verfahren zur Änderung der

Fondsstatuten in Angriff genommen. Am 30. April genehmigte die erforderliche Mehrheit der Gouverneure des IMF den von den Exekutiv-Direktoren vorgelegten definitiven Text der Statutenänderung. Es ist nun Aufgabe der Mitgliedstaaten, gemäß ihrer Gesetzgebung die Ratifizierung in die Wege zu leiten. Die überarbeiteten Statuten werden in Kraft treten, sobald drei Fünftel der Mitgliedländer, die 85% der gesamten Stimmkraft repräsentieren, ihre Annahme erklärt haben.

Die ausgedehnten Diskussionen über die zukünftige Rolle des Goldes und über das zukünftige Wechselkursystem haben die übrigen vorgeschlagenen Statutenänderungen etwas in den Hintergrund gedrängt. Es handelt sich im wesentlichen um vier Problemkreise: die Sonderziehungsrechte (SDR), die Finanzoperationen des Fonds, die Schaffung eines neuen Leitungsorgans für den Fonds und die interne Organisation des IMF.

Damit die SDR zum hauptsächlichsten Währungsreservemedium werden können, ist vorgesehen, ihre Eigenschaften zu ändern und die Verwendungsmöglichkeiten zu erweitern. Die Modifikationen gehen in der Richtung einer Lockerung der Bestimmungen, die eine Verwendung einschränken. Insbesondere soll den am SDR-System beteiligten Ländern gestattet werden, in gegenseitigem Einverständnis Transaktionen in SDR ohne Zustimmung des IMF abzuwickeln. Der Kreis der Halter von SDR soll erweitert werden, allerdings auf öffentliche Institutionen beschränkt bleiben. Die Statutenzusätze, die die Operationen und Finanztransaktionen des Fonds zum Gegenstand haben, beinhalten hauptsächlich einige Prinzipien und praktische Verhaltensweisen, die sich als nützlich erwiesen haben. Es ist auch vorgesehen, daß der Fonds für seine Operationen die Währungen aller Mitgliedländer einsetzen kann. Schließlich soll dem IMF erlaubt werden, im Ausmaß seiner Reserven und dem Erlös aus Goldverkäufen Anlagen zu tätigen. Die Schaffung eines neuen Leitungsorgans des IMF, des Rates, kann von seiner Mehrheit von 85% der Gouverneure beschlossen werden. Der Rat wäre in seiner Konzeption und seiner Zusammensetzung praktisch mit dem Interimskomitee identisch, würde sich aber von diesem in einem wichtigen Punkt unterscheiden, denn es würde sich um ein Entscheidungsorgan und nicht um ein Konsultativgremium handeln. Ihm würden alle wichtigen Entscheidungen grundsätzlich-politischen Charakters, die eine qualifizierte Mehrheit erfordern, zustehen, während die Entscheidungen technischer Art in der Kompetenz der Exekutiv-Direktoren bleiben würden. Weitere organisatorische Änderungen haben das Ziel, die Strukturen des Fonds den revidierten Statuten anzupassen.

Auf den Devisenmärkten haben die Instabilitäten in den letzten drei Monaten angehalten. Trotz zeitweilig umfangreicher Stützungsoperationen der Zentralbanken konnten Kursfluktuationen nicht verhindert werden, und die Kluft zwischen stärkeren und schwächeren Währungen ist größer geworden.

Die wirtschaftliche und politische Entwicklung in Italien haben eine laufende Ermäßigung des Lirakurses be-

wirkt, die zur Baisse des britischen Pfundes hinzukam und die Märkte beunruhigte. Trotz der Interventionspolitik der Bank von Italien, die durch den währungspolitischen Beistand der Europäischen Gemeinschaften und durch Währungskredite des amerikanischen Zentralbanksystems ermöglicht wurde und trotz einer starken Erhöhung der Zinssätze sowie einer restriktiveren Geldpolitik erreichte die Abwertung der Lira seit Jahresbeginn im April fast 25%. Inzwischen ist eine gewisse Stabilisierung eingetreten, die den entschiedenen Maßnahmen der Regierung zur Eindämmung der Devisenverluste zuschreiben sein dürfte. Das britische Pfund verlor seit dem Monat März fast ununterbrochen an Boden. Diese Bewegung konnte weder durch Interventionen der Bank von England noch durch die einkommenspolitische Verständigung im Vereinigten Königreich aufgehalten werden.

In der zweiten März-Woche war die europäische Währungsschlange Gegenstand beträchtlicher Spannungen. Als der Aufwand zur Haltung des französischen Franc in der «Schlange» als zu groß erschien, gaben die französischen Behörden den Kurs ihrer Währung am 15. März auch gegenüber den Partnerwährungen im Verbund wieder frei. Die darauf folgende Abwertung von rund 4% hat sich seither kaum verändert. Der Wiederaustritt Frankreichs aus dem Währungsverbund minderte den Druck auf andere Mitgliedwährungen, so daß insbesondere der belgische Franc und die skandinavischen Kronen ohne Paritätsänderungen in der «Schlange» verbleiben konnten. Belgien und die Niederlande erweiterten die Bandbreite zwischen ihren Währungen von 1½% um den Mittelkurs auf 2¼%, wie sie für die anderen Verbundwährungen gilt.

In diesen zeitweilig bewegten Devisenmärkten konnte sich der amerikanische Dollar mehr oder weniger stabil halten, indem Höherbewertungen gegenüber schwachen Währungen durch Niedrigerbewertungen gegenüber starken Währungen praktisch kompensiert wurden. Unter den letzteren bewegten sich die Deutsche Mark und der Schweizerfranken bis Mitte April parallel nach oben. In der Folge setzte der Schweizerfranken die Aufwärtsbewegung allein fort. In der zweiten Mai-Hälfte hat sich diese Bewegung noch verstärkt.

### **Die Entwicklung der schweizerischen Wirtschaft**

Die inländische Konjunktur hat sich seit Beginn des Jahres differenziert entwickelt. Gewissen Auftriebsimpulsen, insbesondere im Exportbereich, der industriellen Produktion und auf dem Arbeitsmarkt stehen eine anhaltende Stagnation des privaten Konsums und ein weiteres Nachlassen der für jeden konjunkturellen Aufschwung wichtigen Investitionstätigkeit gegenüber.

Die konjunkturelle Belebung im Ausland beginnt langsam in der Schweiz ihre ersten Auswirkungen zu entfalten. Beachtliche Impulse verspüren bis anhin die Textil- und Bekleidungsindustrie, die Nahrungsmittelindustrie und die Chemieindustrie.

Das sich langsam verändernde konjunkturelle Klima bewirkte im Kreditsektor seit Anfang Jahr eine geringe Belebung; vor allem bei Großbanken machte sich eine gewisse Kreditausweitung bemerkbar.

Die alles in allem noch gedämpfte gesamtwirtschaftliche Nachfrage bei gleichzeitigem Überangebot an Produktionsfaktoren sowie eine auf Teuerungskämpfung ausgerichtete Geldpolitik bewirkten, gemessen am Konsumentenpreisindex, eine anhaltend sinkende Teuerungsrate. Hingegen zeigen die Großhandelspreise wieder leicht ansteigende Tendenz. Diese Entwicklung beruht vor allem auf Preiserhöhungen bei Rohstoffen.

Die private Konsumnachfrage scheint sich, wie eine Umfrage des Institutes für Wirtschaftsforschung an der ETH ergibt, im Detailhandel auf dem erreichten Niveau zu stabilisieren. Nach Ansicht des Institutes dürfte die Talsohle in diesem Bereich erreicht sein. Die Detailhandelsumsätze sind in den ersten drei Monaten des laufenden Jahres gegenüber den Vormonaten langsam angestiegen. Allerdings sind Saisonfaktoren mit in die Beurteilung einzuschließen, nahmen doch insbesondere die Umsätze für Bekleidungsartikel und Textilien im März gegenüber den Vormonaten recht deutlich zu. Aufgrund der Außenhandelsstatistik darf angenommen werden, daß sich bei Automobilen, Radio- und Fernsehapparaten eine vermehrte Ersatznachfrage bemerkbar macht. Der Konsum anderer dauerhafter Konsumgüter stagniert hingegen. Im Fremdenverkehr ist seit Dezember 1975 eine leichte Zunahme der Zahl der Hotelübernachtungen festzustellen. Dazu hat vor allem die Nachfrage ausländischer Gäste, die im Verhältnis zu der von Inländern stärker zugenommen hat, beigetragen. Damit erweist sich die Fremdenverkehrswirtschaft weiterhin als wichtige Stütze unserer Wirtschaft, besonders in einzelnen Regionen.

Die Anlageinvestitionen verharren nach wie vor auf tiefem Niveau, während es vereinzelte Anzeichen eines gewissen Lageraufbaus in der Industrie gibt. Steigende Rohwarenpreise, eine zunehmende Tendenz zur Verbesserung des Auftragseingangs in der Industrie, vor allem aus dem Ausland, sowie eine etwas positivere Einschätzung der unmittelbaren Zukunft dürften hierfür die Ursachen bilden. Gemäß einer Umfrage der Vereinigung des Schweizerischen Import- und Großhandels wird der Lagerbestand (ohne Pflichtlager) in 73% der befragten Firmen als ausreichend und in 20% als zu groß bezeichnet. Gegenüber der Erhebung des Frühjahres 1975 ist jedoch der Lagerbestand bei 62% der antwortenden Unternehmen kleiner.

Im Bereich der Bauinvestitionen ist vorderhand noch keine Abschwächung des Rückganges festzustellen, obwohl die Neubewilligten Baukredite bei 60 Banken immer noch stark ansteigen. Gegenüber dem Vorjahresquartal wurden in der Zeitperiode Januar/März rund 42% mehr Baukredite neu bewilligt. In 92 Städten wurden im ersten Quartal rund 40% weniger Wohnungen als im Vergleichs- quartal des Vorjahres fertiggestellt. Damit erreichte die Wohnungsproduktion ungefähr das Niveau des ersten Quartals 1967.

Die Bauvorlagen im industriellen Bereich verharrten auf sehr tiefem Niveau, ungefähr auf jenem vom Jahre 1952. Gemäß einer vom Institut für Wirtschaftsforschung alljährlich durchgeführten Umfrage über das Investitionsverhalten in Industrie, Baugewerbe und Handel muß auch für 1976 mit einer namhaften Abnahme der Bauinvestitionen gerechnet werden. Auf bauintensive Erweiterungsinvestitionen wird infolge der niedrigen Kapazitätsauslastung weitgehend verzichtet.

Der öffentliche Bau wird dieses Jahr unter der Einwirkung der drei Konjunkturprogramme, aber auch vom rege in Anspruch genommenen Investitionsbonus her noch deutlicher stabilisierend wirken als im vergangenen Jahr. Zur weiteren Förderung der Investitionstätigkeit im Sinne von Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen hat die Nationalbank im Mai die Einreichungsfrist für Rediskontierungsbegehren von Kantonen und Gemeinden bis Mitte Juli 1976 verlängert. Dabei wird eine Überschreitung der beiden ersten Tranchen im Gesamtbetrag von 600 Mio Franken in Kauf genommen.

Bei den Ausrüstungsinvestitionen ist in der Berichtsperiode noch keine Tendenzwende eingetreten. Die Einfuhr von Investitionsgütern lag in den ersten vier Monaten des laufenden Jahres real um rund 19% unter dem Vorjahresniveau; mit einer Stabilisierung kann jedoch gemäß der bereits erwähnten Umfrage des Wirtschaftsforschungsinstitutes für das laufende Jahr gerechnet werden.

Die ausländische Nachfrage hat seit Beginn des Jahres aufgrund der veränderten wirtschaftlichen Lage leicht zugenommen. Die Ausfuhrerholung wird von Impulsen aus praktisch allen wichtigen Absatzgebieten getragen. Nach dem beim Institut für Wirtschaftsforschung verwendeten Saisonbereinigungsverfahren wurde der untere Wendepunkt im Export bereits im Juni des vergangenen Jahres durchschritten, damit also wesentlich früher, als es die Zuwachsraten angeben. Der Exportwert übersteigt das Vorjahresniveau erst seit Februar 1976.

In den ersten vier Monaten 1976 stiegen die Exporte im Vorjahresvergleich real um 9,9%, nominal um 8,3% an. Diese unterschiedlichen Zuwachsraten deuten darauf hin, daß die Preise im Exportgeschäft unter dem Vorjahresniveau liegen. Offensichtlich besteht immer noch ein harter Konkurrenzkampf. Gegenüber den Vormonaten konnten sich lediglich die Preise bei den Textil- und Bekleidungswaren ganz leicht verbessern. Bei den anderen Industriebereichen deutet die jüngste Preisentwicklung eher auf eine Verschlechterung hin.

Vom bisherigen Konjunkturaufschwung im Ausland profitierte die Industrie in unterschiedlichem Ausmaß. Mit einem realen Wachstum von rund 23% bzw. 17% stehen im Vorjahresvergleich die Textil- und Bekleidungsindustrie bzw. die Nahrungsmittelindustrie an erster Stelle. Vom Produktionsboom in der Automobilindustrie scheint insbesondere die Farbstoffindustrie zu profitieren, was das Gesamtergebnis der Chemieindustrie spürbar verbessert. Die erst spät in die Rezession eingetre-

tene Maschinen- und Apparateindustrie weist hingegen gegenüber der Vorjahresperiode einen Exportrückgang von real 2,3% auf. Gleichzeitig mit der Exportbelebung haben sich die Einfuhren leicht ausgedehnt. Gegenüber der Referenzperiode des Vorjahres ist die reale Zuwachsrate zwar noch negativ (-0,5%), im Vergleich mit den Vormonaten zeichnet sich jedoch eine leichtere Belebung ab. Das Institut für Wirtschaftsforschung rechnet damit, daß die Talsohle bei den Importen in den Monaten September/Oktober des vergangenen Jahres erreicht wurde. Die Erholung ist vor allem durch den Verlauf der mengenmäßigen Einfuhren bedingt.

Die schwache Belebung der Importe ist zur Hauptsache auf den volumenmäßigen Mehrimport an Konsumgütern zurückzuführen, hängt aber zum Teil auch mit der verstärkten ausländischen Nachfrage und, wie die leichte Zunahme der Rohstoff- und Halbfabrikateinfuhren vermuten läßt, mit einem gewissen Lageraufbau, der die verbesserten Erwartungen bezüglich Absatzentwicklung widerspiegeln dürfte, zusammen. Die Rohstoff- und Halbfabrikateinfuhren lagen in den ersten vier Monaten real um 3,1% über dem Vorjahresniveau.

Aufgrund der gegenüber den Importen wesentlich verstärkten Exportbelebung war in der Zeitperiode Januar/April ein Handelsbilanzaktivum von 78,6 Mio Franken (Vorjahr: Fehlbetrag 1510,8 Mio) auszuweisen.

Der konjunkturelle Aufschwung im Ausland ließ die Industrieproduktion bereits im 4. Quartal 1975 gegenüber den Vorquartalen recht deutlich ansteigen. Es gibt Anzeichen dafür, daß die Produktion im ersten Quartal 1976 gegenüber dem Vorquartal nochmals ansteigen dürfte. Ein Hinweis für diese Annahme liegt in einer minimalen Steigerung der Kapazitätsauslastung, die in der ersten Dreimonatsperiode 1976 bei rund 76% (Vorquartal 75%) lag. Auch hat sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt leicht verbessert. Seit drei Monaten sind die Zahl der Arbeitslosen sowie die Zahl der Kurzarbeiter rückläufig, und auch die ausgewiesenen offenen Stellen nehmen seit März wieder zu. Ende April waren noch 26000 Ganzarbeitslose und rund 80000 Kurzarbeitende zu verzeichnen. Bei diesem Rückgang sind auch saisonale Faktoren mit im Spiel.

Die Teuerungsrate, gemessen am Konsumentenpreisindex, erreichte im April mit 2,2%, bezogen auf Vorjahresniveau, einen neuen Tiefstand. Im Vorjahresmonat war noch eine Teuerung von 9,2% auszuweisen. Seit Ende 1975 verzeichnet die Preisentwicklung eine beachtliche Stabilität. Die monatlichen Zuwachsraten bewegten sich zwischen -0,2% und 0,5%. Preisrückgänge waren in den letzten Monaten bei den Nahrungsmitteln zu verzeichnen, während bei den übrigen Gruppen immer noch Preissteigerungen, allerdings in abgeschwächtem Ausmaß, beobachtet wurden. Anhaltend steigende Tendenz weist vor allem der Sektor der Dienstleistungen auf. Seit Ende 1975 waren Preiserhöhungen von Monat zu Monat bei den Importwaren zu verzeichnen. Hier fällt vor allem die Teuerung bei Metallwaren ins Gewicht. Seit Dezember 1975 stieg der Importwarenpreisindex bis April 1976 um 3,7%. Vor Jahresfrist war noch eine Verbilligung von

8% eingetreten. Der hohe Frankenkurs verhinderte jedoch die volle Übertragung der Teuerung. In der Betrachtungsperiode stiegen nämlich die Weltmarktpreise gemäß Moody-Index (berechnet in US-\$) um 7,7%, gemäß Reuter-Index (berechnet in £) um 18,4%. Der Index der Inlandwaren fiel in der gleichen Periode um 0,1% (Vorjahr: -0,7%). Damit stieg der Großhandelspreisindex um 1% (Vorjahr: -2,9%).

## Die Entwicklung am Geld- und Kapitalmarkt

Das inländische Zinsniveau bildete sich in den Berichtsmo- naten März bis Mai 1976 weiter zurück. Während bei den kurzfristigen Zinssätzen nun kaum mehr Spielraum für weitere Ermäßigungen besteht und der Zinsrückgang bei den Obligationenanleihen im Mai zumindest vorläufig zum Stillstand gekommen ist, geht die Anpassung im Bereich einzelner Aktiv- und Passivgeschäfte der Banken weiter. Dies ist auf die zeitliche Verzögerung zurückzuführen, mit der sich der allgemeine Zinsrückgang im vergangenen Jahr auf die nicht unmittelbar durch die Marktkräfte bestimmten Konditionen der Banken überträgt. Die seit Januar 1975 anhaltende Zinsbaisse wurde auch in der Berichtszeit durch die nach wie vor eher schwache private Kapitalnachfrage und die kurzfristige Liquiditätspolitik der Nationalbank unterstützt, die mit Rücksicht auf die Wechselkurse darauf ausgerichtet war, vorübergehende Anspannungen am Geldmarkt zu vermeiden. Im Gegensatz zum Vorjahr wurde allerdings die monetäre Basis in den ersten fünf Monaten kaum aus- geweitet.

In den ersten drei Monaten dieses Jahres erreichte die Geldmenge M<sub>1</sub> (Bargeldumlauf und inländische Sichteinlagen des Nichtbankensektors) Jahreszuwachsrate von 7,2%, 5,7% und 6,9%, was einer durchschnittlichen Ausweitung um 6,6% entspricht. Im Jahresdurchschnitt 1976 strebt die Nationalbank eine Vergrößerung der Geldmenge um 6% an und will zu diesem Zweck die bereinigte monetäre Basis (Notenumlauf und Giro Guthaben der Wirtschaft bei der Nationalbank unter Abzug der Refinanzierungskredite des Noteninstitutes) um höchstens 6% ausweiten. Der Bargeldumlauf bewegte sich im ersten Quartal 1976 wie bereits im September und Dezember 1975 leicht unter dem Vorjahresniveau, während die Sichteinlagen dieses um 10,1-12,5% übertrafen. Die Entwicklung des Bargeldumlaufes spiegelt sowohl die Konjunkturlage als auch die rückläufigen Teuerungsrate wider, während das Wachstum der Sichteinlagen zu einem erheblichen Teil auf zinsinduzierte Umschichtungen zu Lasten der Termineinlagen zurückzuführen ist.

Durch Interventionskäufe am Devisenmarkt wurde ab Jahresbeginn 1976 bis Ende Mai Notenbankgeld im Betrag von 7,9 Mrd Franken geschaffen und durch die Abgabe von Devisen im Rahmen der Konversionspflicht für Kapalexporterlöse 5,9 Mrd Franken Notenbankgeld absorbiert. Der Überschuß der Interventionskäufe wurde durch eine Verlagerung von den Giro Guthaben der Wirtschaft bei der Nationalbank zu den Konten des Bundes im Betrag von 1,9 Mrd Franken praktisch vollständig kom-

pensiert. Obschon der Bund im Februar einen Fremdwährungskredit der Nationalbank in der Höhe von 0,7 Mrd Franken zurückzahlte, erhöhte sich sein Guthaben per Saldo um 1,2 Mrd auf 2,8 Mrd Franken. Die bereinigte monetäre Basis blieb somit in den ersten fünf Monaten per Saldo stabil, während sie im gleichen Zeitraum des Vorjahres einen Zuwachs von 1,7 Mrd Franken verzeichnet hatte. Rund 1,5 Mrd Franken der Bundesguthaben sind faktisch sterilisiert, weil es sich um Gelder handelt, welche die Eidgenossenschaft im Einvernehmen mit der Nationalbank und in Ausnützung der Lage am Kapitalmarkt auf Vorrat, d.h. für ihre Tresoreriebedürfnisse der zweiten Jahreshälfte bzw. des kommenden Jahres aufnahm.

Die Festgeldsätze der Großbanken wurden im März und April erneut reduziert und betragen seither 1% (Dreimonatsdepots) bis 2¾% (Jahresgeld) gegenüber 2½ bis 4½% Ende 1975. Der Euromarktsatz für Dreimonatsfranken bewegt sich seit Mitte Januar zwischen 1–2%, während der entsprechende Zinssatz für Dollars bis Mitte Mai bei 5–6% lag und seither im Einklang mit den amerikanischen Geldmarktsätzen eine steigende Tendenz aufweist. Im März nahmen die Banken den Privatkontosatz um ½% auf 4½% zurück; er liegt damit noch um 2% über dem offiziellen Diskontsatz der Nationalbank. Die beiden Spezialdiskontsätze für Pflichtlagerwechsel wurden im März um je ¼% auf 2½% bzw. 2¾% reduziert. Auch bei den Kassenobligationensätzen erfolgte zum Teil nochmals eine Ermäßigung. Die Großbanken senkten im April den Zinssatz ihrer kürzerfristigen Titel um ¼% auf 4½%, beließen aber die Verzinsung der übrigen Kategorien unverändert bei 5% bzw. 5¼%. Auf Anfang April beschloß das Zürcher Zinskonvention eine Reduktion der Debitorensätze um ¼–½%. Gleichzeitig nahmen die wichtigsten Institute auch eine Satzreduktion bei den zum Teil bereits zu Jahresbeginn verbilligten Neuhypotheken vor. Verschiedentlich wurden auch die Sätze für Althypotheken um ¼% ermäßigt. Der Zinsunterschied zwischen alten und neuen Grundpfandschulden ist damit praktisch verschwunden. Im Durchschnitt von 12 Kantonalbanken verzinste sich die Althypotheken anfangs Mai mit 5,96% (6,00% im Dezember 1975) und die Neuhypotheken für den allgemeinen Wohnungsbau und das Gewerbe mit 6,08% (6,60%). Im April wurden sodann in der Regel auch die Vergütungen für Spareinlagen um ½% verringert. Im Durchschnitt von 12 Kantonalbanken kommt für Spargelder nunmehr ein Satz von 4,33% zur Anwendung, womit den Sparern bei einer aktuellen Teuerungsrate von etwas über 2% ein positiver Realzins verbleibt.

Der Geldmarkt war in den Monaten März bis Mai im allgemeinen sehr flüssig. Über das Quartalsende beanspruchten die Banken die kurzfristige Finanzierungshilfe der Notenbank im Ausmaß von 4,5 Mrd Franken, wovon 2,5 Mrd auf Dollar/Franken-Swaps mit Laufzeiten von 7 und 14 Tagen entfielen. Diese Hilfe ließ die Giroguthaben der Wirtschaft bei der Nationalbank am Ultimo auf 10,1 Mrd ansteigen. In der übrigen Zeit bewegten sich die Giroguthaben in der Regel deutlich über 6 Mrd Franken. Wenn sie unter diese Marke fielen, bot die Nationalbank den Banken verschiedentlich Dollar/Franken-Swaps an,

womit ein vorübergehender Anstieg der kurzfristigen Zinssätze vermieden werden konnte.

Am Devisenmarkt verstärkte sich der Aufwertungsdruck auf den Franken. Mit zeitweise umfangreichen Interventionen der Nationalbank konnte die Kursbewegung geglättet, der Trend aber nicht aufgehalten werden. Im Mai fiel der Kurs des Dollars gegenüber dem Franken erstmals wieder seit Juni 1975 unter 2,50, jener der D-Mark zum erstenmal unter 98 und in der Folge sogar zeitweilig unter 94. Im Vergleich der Durchschnittskurse der Monate Dezember 1975 und Mai 1976 resultierte eine Höherbewertung des Frankens von 5,9% gegenüber dem Dollar und von 3,4% gegenüber der D-Mark. Im Verhältnis zu den international geschwächten Währungen Italiens und Großbritanniens ergab sich im gleichen Zeitraum eine Verteuerung des Frankens um 33,1% bzw. 18,2%. Gewichtet mit den Exporten nach den 15 wichtigsten Absatzländern der Schweiz und basierend auf den Devisenkursen am jeweiligen Monatsende betrug die Höherbewertung des Frankens in den ersten fünf Monaten des laufenden Jahres 11,0%.

Die Nationalbank schloß mit international tätigen Unternehmungen eine Vereinbarung über die Meldung von Kapitalbewegungen ab. Die Firmen erklärten sich bereit, der Nationalbank monatlich den voraussichtlichen Ertrags- und Kapitaltransfer des folgenden Kalendermonats zu melden und gestatten der Nationalbank eine einmal jährliche Erhebung ihres Repatriierungspotentials (Fremdwährungsanlagen mit Laufzeiten bis zu sechs Monaten). Die Vereinbarung trat am 1. Mai in Kraft und gilt vorläufig für ein Jahr. Mit ihr wird eine weitere Verbesserung der Transparenz der Devisenmärkte angestrebt. Sie ergänzt die beiden im Vorjahr mit den im Devisengeschäft tätigen Banken und multinationalen Gesellschaften getroffenen Vereinbarungen über die Meldung der Devisenkassa- und Devisentermingeschäfte im Gegenwert von 5 Mio Dollar und mehr, sowie die auf gesetzlicher Grundlage beruhende Meldung des Eigenbestandes von Devisen durch die Banken (sogenannte Händlerposition).

Im Einvernehmen mit der Nationalbank erließ der Bundesrat am 14. April 1976 eine Verordnung über die Einfuhr ausländischer Banknoten. Mit Wirkung ab 21. April 1976 ist die Einfuhr auf den Gegenwert von 20000 Franken pro Person und Quartal beschränkt. Die Nationalbank kann zur Erleichterung des Fremden-, Waren- und Zahlungsverkehrs höhere Beträge bewilligen. Am 1. Mai trat sodann eine Vereinbarung zwischen der Nationalbank und den Schweizer Banken in Kraft, in der sich die letzteren verpflichten, italienische Banknoten im Nennwert von 50000 und 100000 Lire sowie Lire-Checks mit dem Aufdruck «zahlbar nur in Italien» nicht mehr entgegenzunehmen. Außer den Banken wurden auch die übrigen im gewerbsmäßigen Wechselgeschäft tätigen Firmen zur Unterzeichnung des Abkommens eingeladen. Die vorläufig bis Ende Jahr geltende Vereinbarung ist in erster Linie als Geste gegenüber unserem Nachbarland zu sehen, das infolge seiner Währungsprobleme den Export von großen Banknoten untersagt hat. Was die Verord-

nung über die generelle Beschränkung der Banknoteneinfuhr betrifft, so kommt ihr insofern eine währungspolitische Bedeutung zu, als Kapitalflucht nach der Schweiz auch dann Auswirkungen auf die Devisenkurse zeitigt, wenn sie in der unüblichen Form von Banknotentransfers erfolgt.

Der Kapitalmarkt blieb in den Monaten März bis Mai sehr leistungsfähig. Die Nationalbank konnte einmal mehr auf die Fixierung eines Emissionsplafonds verzichten, und die zuständige Emissionskommission bewilligte sämtliche für das zweite Quartal angemeldeten Anleihen. Die bereinigte Liste enthielt 40 Emissionen im Betrag von 1,7 Mrd Franken Neugeld und 0,4 Mrd Franken Konversionen. Vom Neugeldbetrag entfielen 895 Mio Franken oder 52% auf die öffentliche Hand und 405 Mio oder 23% auf die Energiewirtschaft. Die private Kapitalnachfrage blieb somit nach wie vor schwach. Demgegenüber hat der Bund in den ersten fünf Monaten des laufenden Jahres am Kapitalmarkt 2,4 Mrd Franken aufgenommen, wovon je 1,2 Mrd auf Kassarheine und zwei Anleihen entfielen. Die zweite Anleihe im Betrag von 500 Mio Franken wurde Ende März mit gutem Erfolg zu 5¼% auf 12 Jahre (Emissionskurs 99,75%) begeben.

Alle in der Berichtszeit aufgelegten Obligationenanleihen konnten erfolgreich plaziert werden. Angesichts der Verhältnisse im Immobiliensektor und infolge der tiefen Geldmarktsätze fehlten attraktive Anlagealternativen zum Obligationenmarkt weitgehend. In einer skeptischen Einschätzung der konjunkturellen Aussichten verhielten sich die Anleger gegenüber der Börse abwartend. Das Kapitalangebot am Obligationenmarkt wurde – wie bereits zu Jahresbeginn – durch die Anlagebedürfnisse der Banken, die einen hohen Mittelzufluß, aber nur eine schwache Kreditbeanspruchung verzeichneten, noch vergrößert. Die Kantone und Kantonalbanken, welche die Nominalsätze ihrer Emissionen im Januar und Februar in drei Schritten von 6½% auf 5¾% hatten reduzieren können, gelangten ab März mit Titeln zu 5½% auf den Markt.

Der rasche Zinsabbau hatte Auswirkungen auf die Zeichnungsergebnisse. Da keine raschen Kursgewinne mehr zu erwarten waren, blieben die sogenannten Majorisierungen und damit die im Januar häufigen Mehrfachzeichnungen der Emissionsbeträge aus. Die bereits im Februar registrierte Selektivität der Anleger verstärkte sich in der Berichtszeit, und entsprechend vergrößerte sich das Renditegefälle zwischen den einzelnen Schuldnerkategorien bis auf 1¼%. Eindeutig bevorzugt wurden die öffentlich-rechtlichen Schuldner, wobei allerdings die Häufigkeit, mit der der Bund an den Kapitalmarkt trat, dessen Sonderstellung zu beeinträchtigen begann. Die Industrieanleihen, die zum Teil schon im Februar am Sekundärmarkt unter den Ausgabekursen notierten, kamen auch in den folgenden Monaten verschiedentlich unter Druck. Zeitweise fielen aber auch die 5½%-Ausgaben der ersten Adressen unter den Emissionskurs. Das war jedoch nicht Ausdruck einer Tendenzwende; vielmehr war der Kapitalmarkt nach dem hektischen Geschehen der ersten Monate in eine Stabilisierungsphase getreten. Die gegenwärtige Gleichgewichtssituation wird dadurch illustriert, daß die Notierungen um die Ausgabekurse pendeln. Die Durchschnittsrendite der Bundesanleihen, die zu Jahresbeginn noch 6,00% betragen hatte und bis Ende Februar auf 5,29% gefallen war, erreichte Ende März mit 5,14% ihren bisherigen Jahrestiefststand und bewegt sich seit Mitte April um 5,20%. Zu dieser Stabilisierung trug eine bescheidene und nur zeitweilige Kurspflege der Nationalbank bei. Gegenwärtig bevorzugen die Anleger wieder vermehrt Papiere mit mittleren (Rest-) Laufzeiten. Der Bund trug diesem Umstand bei seiner für anfangs Juni angekündigten Mittelaufnahme Rechnung. Vom Gesamtbetrag von 550 Mio Franken entfallen 300 Mio auf eine zu 5¼% verzinsliche Anleihe (Emissionskurs 99,75%) mit elfjähriger Laufzeit und 250 Mio Franken auf Kassarheine, die zu 5% (Emissionskurs 100%) auf sechs Jahre begeben werden. Von der kürzerfristigen Tranche dienen 100 Mio Franken zur Konversion der fällig werdenden Kassarheine 1971–76.