

Bericht

über die Wirtschafts- und Währungslage
für die Sitzung des Bankrates vom 10. Juni 1977

Weltwirtschaftliche Entwicklungstendenzen

Die Konjunkturentwicklung in den wichtigsten Industrieländern ist in den ersten Monaten 1977 insgesamt unverändert geblieben. Der Aufschwung hat in den drei größten Ländern angehalten, in der Bundesrepublik Deutschland und Japan allerdings immer noch zögernd. Die Länder mit größeren wirtschaftlichen Schwierigkeiten führten ihre Stabilisierungsbemühungen weiter oder verstärkten sie noch, was das Wachstum negativ beeinflusste. Nachdem diese Länder im vergangenen Jahr Strategien für eine Rückkehr zu Stabilität und Wachstum erarbeitet hatten, zeigte die bisherige Entwicklung, daß die Wiederherstellung des internen und externen Gleichgewichts längere Zeit beansprucht. Die Ertragsbilanzdefizite dürften auch dieses Jahr beträchtlich bleiben, und der Abbau von Inflation und Arbeitslosigkeit wird voraussichtlich nur langsame Fortschritte machen.

Mit dieser Situation konfrontiert waren die Zusammenkunft des Interimsausschusses des Internationalen Währungsfonds (IWF) Ende April in Washington und das Treffen der Staats- und Regierungschefs der sieben größten Industrieländer am 7./8. Mai in London. Der Interimsausschuß behandelte in erster Linie internationale Liquiditätsprobleme unter Berücksichtigung der Finanzierung von Ertragsbilanzdefiziten. Weitgehende Übereinstimmung wurde erreicht in bezug auf die Notwendigkeit, dem IWF mehr finanzielle Mittel zur Verfügung zu stellen, und zwar aus zwei Gründen: Einerseits erscheint er wegen der Möglichkeit, die Kreditgewährung an wirtschaftspolitische Auflagen zu knüpfen, am ehesten in der Lage zu sein, die temporäre Finanzierung von Ertragsbilanzdefiziten in den Dienst der mittelfristigen Wirtschaftspolitik zu stellen. Andererseits hat man eingesehen, daß die Geschäftsbanken, die die Ertragsbilanzdefizite seit einigen Jahren in zunehmendem Ausmaß finanzierten, diese Art der Kreditgewährung nicht im bisherigen Rhythmus ausdehnen können. Drei Möglichkeiten, die Finanzkraft des IWF zu erhöhen, wurden diskutiert: Die Schaffung einer neuen Kreditfazilität, finanziert von den Überschußländern, die Erhöhung der Quoten der Mitgliedländer und die Zuteilung neuer Sonderziehungsrechte. Die ersten beiden Vorschläge fanden die grundsätzliche Zustimmung der Beteiligten.

Das Gipfeltreffen von London brachte keine spektakulären wirtschaftspolitischen Ergebnisse. Von Bedeutung war einmal die Tatsache, daß die sieben Staats- und Regierungschefs erneut ihre Absicht bestätigten, die im Vorjahr eingeleiteten wirtschaftlichen Stabilisierungsbemühungen fortzusetzen, und daß sie die Arbeitslosigkeit – insbesondere Jugendlicher – mit sektoralen Maßnahmen anstelle globaler Nachfragesteuerung bekämpfen wollen. Anstelle der Forderung, die drei größten

Volkswirtschaften hätten die Wachstumsimpulse zu verstärken, trat die realistische Einsicht, daß die Wachstumszielsetzungen für dieses Jahr nach Möglichkeit erreicht werden sollen, wobei den Gefahren einer Beschleunigung der Inflation große Aufmerksamkeit geschenkt werden soll. In Anbetracht der zunehmenden Gefahr der Einführung von Restriktionen im internationalen Wirtschaftsverkehr war im weiteren die ausdrückliche Erklärung der Teilnehmer wichtig, bei Ertragsbilanzungleichgewichten oder sektoralen Schwierigkeiten auf die Einführung protektionistischer Maßnahmen zu verzichten. Die angekündigte Wiederaufnahme der GATT-Verhandlungen könnte auf mittlere Sicht eine Zunahme des internationalen Handels begünstigen. Was schließlich die Beziehungen zu den Entwicklungsländern betrifft, so haben sich die großen Industrieländer auf einige Vorschläge geeinigt: Bildung eines gemeinsamen Fonds für die Finanzierung von Ausgleichslagern zur Stabilisierung der Rohstoffpreise, Entwicklung eines Systems zur Kompensation von Exporterlöseinbrüchen bei Rohstoffen und Schaffung eines Spezialfonds von 1 Milliarde Dollar zur Unterstützung der ärmsten Entwicklungsländer. Die Diskussion dieser Vorschläge mit den Entwicklungsländern soll an der Konferenz über internationale wirtschaftliche Zusammenarbeit erfolgen, die in Paris Anfang Juni in ihre Abschlußphase trat.

Streiflichter zur Konjunktur im Ausland

In der *Bundesrepublik Deutschland* verlangsamte sich der im letzten Quartal 1976 begonnene Konjunkturaufschwung in den ersten Monaten dieses Jahres. Darauf deuten fast alle Konjunkturindikatoren hin. Allerdings sind diese mit Vorsicht zu beurteilen, da zu Jahresbeginn statistische Umstellungen erfolgten. Dies betrifft insbesondere die industrielle Produktion und den Auftragsingang in der Industrie.

Die Verlangsamung des Wachstums war in erster Linie auf eine Abschwächung der Binnennachfrage zurückzuführen. Die realen Detailhandelsverkäufe stagnierten im Januar und Februar 1977 im Vergleich zur selben Periode des Vorjahres, obschon einige bis Ende 1976 gebundene Sparkonten frei wurden, und die Tariflöhne in der Größenordnung von 6,5% bis 8,5% erhöht wurden. Ferner nahm der Auftragseingang in der Konsumgüterindustrie im März um 5,6% ab. Ein Aufschwung der Investitionen wird nach wie vor durch die zu geringe Kapazitätsauslastung von kaum über 80% und die als ungenügend beurteilte Rentabilität des Kapitals verzögert.

Die Auslandnachfrage nahm im Januar und Februar ebenfalls ab, stieg aber im März wieder an. Die Exporte blieben im ersten Quartal um 3,3% und die Importe um

3% hinter dem Ergebnis des Vorquartals zurück. Der Handelsbilanzüberschuß verminderte sich von 9,9 Mrd DM im vierten Quartal 1976 auf 8,9 Mrd DM im ersten Quartal 1977.

Diese Konjunktorentwicklung führte zu einem Nachlassen des Preisdrucks. Die jährliche Teuerungsrate fiel seit Februar 1977 monatlich um 0,1 Punkte, um im April 3,8% zu erreichen. Die Lage auf dem Arbeitsmarkt hat sich hingegen kaum verbessert. Im April 1977 lag die Zahl der Arbeitslosen nur um 55 000 unter ihrem Vorjahresstand.

Die wirtschaftliche Lage in *Großbritannien* hat sich kaum verändert. Die industrielle Produktion nahm nur sehr langsam zu, während die saisonbereinigte Arbeitslosenrate seit Februar bei 5,6% verharrte. Die Lohn-Preis-Schere öffnet sich weiter: Im April stand einer jährlichen Preissteigerungsrate von 17,5% eine jährliche Wachstumsrate der Wochenlöhne von 7,5% gegenüber. Diese Entwicklung hat sich auf die Detailhandelsverkäufe ausgewirkt, deren Volumen in einem Jahr um 4,1% abnahm.

Das Handelsbilanzdefizit betrug in den Monaten Februar bis April 534 Mio £ gegenüber 1,2 Mrd £ in den drei Vormonaten. Die Verbesserung ist in erster Linie auf den Rückgang der Importe im Zusammenhang mit der Erhöhung der Erdölproduktion in der Nordsee zurückzuführen.

In *Frankreich* begann sich der Stabilisierungsplan der Regierung auf das Wachstum der Binnennachfrage auszuwirken. Obschon sich die Jahreszuwachsrate der industriellen Produktion von 9,6% im vierten Quartal 1976 auf 6,4% im ersten Quartal 1977 abschwächte, stiegen die Lagerbestände an.

Das Handelsbilanzdefizit verminderte sich von 7,9 Mrd FF im letzten Quartal 1976 auf 6,8 Mrd FF im ersten Quartal 1977, weil die Exporte um 2,6%, die Importe dagegen nur um 1,1% zunahmen.

Die Situation auf dem Arbeitsmarkt hat sich verschlechtert. Die saisonbereinigte Arbeitslosenzahl erreichte im April eine Rekordhöhe von 1,04 Mio. Zudem ist die Inflationsrate auf Monatsbasis erneut von 0,3% im Januar auf 0,9% im März angestiegen. Preiserhöhungen öffentlicher Dienstleistungen im April und der Brennstoffpreise Anfang Juni lassen kaum Hoffnung auf eine erneute Verlangsamung der Inflation vor dem zweiten Halbjahr zu. Andererseits hat der Lohnanstieg nachgelassen, indem die durchschnittliche monatliche Zunahme von 1% im zweiten Halbjahr 1976 auf 0,7% in den ersten Monaten dieses Jahres gefallen ist. Wie aus einer Unternehmerbefragung hervorgeht, hat dies zu einer Verbesserung der Investitionsaussichten geführt.

In *Italien* begann der Wachstumsrhythmus der industriellen Produktion ebenfalls nachzulassen. Im Jahresvergleich stieg das Produktionsvolumen im ersten Quartal 1977 um 10,9% gegenüber 15,5% im letzten Quartal 1976. Im gleichen Zeitraum schwächte sich die Jahres-

zuwachsrate der Importe von 44,3% auf 33,4% ab, während die Exporte das Vorjahresergebnis unverändert um 41% übertrafen. Demzufolge verringerte sich das Handelsbilanzdefizit von 1590 Mrd Lit im vierten Quartal 1976 auf 1380 Mrd Lit im ersten Quartal 1977.

Im Bereich der Löhne und Preise zeichnet sich eine Besserung nur langsam ab. Der jährliche Anstieg der Lebenshaltungskosten lag im März immer noch über 22%, während derjenige des industriellen Mindesttariflohns in der Folge von Anpassungen im Februar fast 36% erreichte. Die Vereinbarung, die Ende März zwischen der Regierung und den Gewerkschaften getroffen wurde und gewisse Änderungen am System der gleitenden Lohnskala vorsieht, führte zu einem leichten Nachlassen der Lohnsteigerungen im Mai.

Die *Vereinigten Staaten* erlebten im ersten Quartal 1977 ein deutlich stärkeres Wachstum als erwartet. Das reale Bruttosozialprodukt stieg mit einer Jahresrate von 6,4%, und die wichtigen Konjunkturindikatoren – industrielle Produktion, Auftragseingänge der Industrie, Detailhandelsverkäufe, Konsumentenkredite – erreichten im März Rekordhöhe. Die Arbeitsmarktstatistiken deuten auf eine weitere Verbesserung der Lage auch im April hin: Die Arbeitslosenrate fiel auf 7% und damit auf den tiefsten Stand seit November 1974, während die Beschäftigung zum erstenmal 90 Mio Personen überschritt.

Die starke Binnennachfrage führte im ersten Quartal zu einem Anstieg der Importe um 10%. Da die Exporte stagnierten, erreichte das Handelsbilanzdefizit im ersten Quartal 1977 mit 5,9 Mrd \$ die Höhe des Gesamtdefizits von 1976.

Die Inflationsgefahr hat sich verstärkt. Die Jahresteuern stieg gemessen an den Großhandelspreisen von 4,9% im Januar auf 7,2% im April, gemessen an den Konsumentenpreisen von 5,2% auf 6,8%. In Anbetracht dieser beschleunigten Teuerung verzichtete die Regierung auf wesentliche Teile des im Februar vorgeschlagenen Konjunkturstimulierungsprogramms und setzte ein Inflationsbekämpfungskonzept in Kraft, das allerdings nicht auf kurzfristige Erfolge ausgerichtet ist.

In *Japan* zeichnete sich in den letzten Monaten keine Besserung der wirtschaftlichen Lage ab. Die saisonbereinigte industrielle Produktion hielt sich im ersten Quartal auf dem Niveau des vorangegangenen Quartals, während die Lager seit Oktober regelmäßig steigen. Der private Konsum nahm zu Beginn des Jahres spürbar ab. Die einzige Auftriebskomponente der Binnennachfrage waren die Bauinvestitionen, die von der Zunahme der öffentlichen Ausgaben profitierten. Diese wenig günstige Entwicklung hat zu einer starken Zunahme der Arbeitslosigkeit geführt und die Arbeitslosenzahl von 920 000 im Dezember 1976 auf 1 270 000 im März 1977 ansteigen lassen. Die Regierung unternahm im April erneut den Versuch, den Wirtschaftsaufschwung in Gang zu bringen, indem sie die Zinssätze senkte und die Realisierung ihres Ausgabenprogramms für das laufende Fiskaljahr beschleunigte.

Die jährliche Teuerungsrate der Großhandelspreise bildete sich bis auf 3,6% (April) zurück. Mit einer zeitlichen Verzögerung schwächte sich auch die Teuerungsrate der Konsumentenpreise ab. Im April betrug sie noch 8,4% gegenüber 9,4% im März.

Der Außenhandel schloß im Fiskaljahr, das am 31. März zu Ende ging, mit einem Rekordüberschuß von 11,2 Mrd \$ ab. Die Exporte stiegen um 24%, die Importe um 16%.

Das internationale Währungsgeschehen

Die erwähnte Tagung des Interimsausschusses des Internationalen Währungsfonds (IWF) führte zu folgenden Ergebnissen: Zustimmung zur Errichtung einer Sonderfazilität im Hinblick auf die Finanzierung hoher Zahlungsbilanzdefizite und grundsätzliches Einverständnis auf eine siebte Revision der IWF-Quoten sowie Ablehnung einer neuen Zuteilung von Sonderziehungsrechten (SZR). Im weiteren kam eine Einigung über Richtlinien für die Wechselkurspolitik zustande.

Die Teilnehmer haben die Dringlichkeit bejaht, dem IWF zusätzliche Mittel zur Verfügung zu stellen, um den beträchtlichen Zahlungsbilanzdefiziten, die auch in den kommenden Jahren nicht beseitigt werden können, zu begegnen. Die Modalitäten der neuen Sonderfazilität sind noch nicht im einzelnen festgelegt. Grundsätzlich soll es sich um Stand-by-Abkommen mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr handeln, an welche wirtschaftspolitische Bedingungen geknüpft sind. Der zu verrechnende Zins soll von den durch die Marktverhältnisse bestimmten Kredite der Mittelbeschaffung durch den IWF abhängen. Die Möglichkeit, den ärmsten Entwicklungsländern günstigere Bedingungen zu gewähren – analog den Erdölfazilitäten –, muß noch geprüft werden. Der geschäftsführende Direktor des IWF wurde beauftragt, mit den Ländern, die einen Zahlungsbilanzüberschuß aufweisen, Verhandlungen über die Finanzierung der zusätzlichen Kosten zu führen. Dabei sollten die erdölproduzierenden Länder und die Industriestaaten je die Hälfte der Mittel aufbringen. Neben dem Grad der wirtschaftspolitischen Auflagen, deren Erfüllung Voraussetzung für Kredite aus der Sonderfazilität sind, ist auch der Betrag noch offen, der zur Kreditvergabe zur Verfügung stehen soll.

Bezüglich der siebten Quotenerhöhung vermochten sich die Finanzminister lediglich darauf zu einigen, daß die im laufenden Jahr in Kraft tretende sechste Erhöhung ungenügend und deshalb eine weitere Revision vorzusehen sei. Die Höhe der Aufstockung ist noch umstritten. Während die führenden Industriestaaten eine mäßige Erhöhung befürworten, wünschen Entwicklungsländer teilweise eine Verdoppelung der heutigen Quoten. Auch in der Frage, ob die Quotenerhöhung linear erfolgen oder mit einer Änderung der Länderanteile verbunden werden sollte, konnte noch keine Einigung erzielt werden. Das zweite Vorgehen dürfte eine Verzögerung der Beschlußfassung bewirken; nach den Plänen des IWF sollte das Verfahren bis zum Februar 1978 zum Abschluß kommen.

Die meisten Industrieländer haben sich gegen eine neue Zuteilung von SZR ausgesprochen, weil sie die Gewährung von bedingungslosen Krediten an Länder mit Zahlungsbilanzdefiziten in der heutigen Situation als nicht opportun erachten, zumal vorgebracht wurde, es bestehe kein Mangel an internationaler Liquidität, sondern eher eine nicht optimale Verteilung. Der Interimsausschuß hat die Fonds-Verwaltung aufgefordert, das Problem unter Berücksichtigung der neuen Sonderfazilität und der Quotenerhöhungen bzw. der Quotenumverteilung neu zu studieren und Mittel zur Förderung der Verwendung der SZR zu suchen. Damit ist die Absicht verbunden, die SZR zum wichtigsten Reservemedium des internationalen Währungssystems zu machen, wie dies die neuen Fondsstatuten vorsehen.

Schließlich hat der Interimsausschuß zustimmend von einem Beschluß des Exekutivdirektoriums Kenntnis genommen, der die Prozedur betrifft, die zur Überwachung der Wechselkurspolitik der Mitgliedländer nach dem neu gefaßten Artikel IV der IWF-Statuten benützt werden soll. Mit dieser Entscheidung wird das Verfahren geregelt, mit welchem der IWF die Anwendung der Grundsätze im Bereich der Wechselkurspolitik überprüft.

Die Entwicklung an den Devisenmärkten verlief, abgesehen von einigen kurzfristigen Störungen, in den letzten Monaten relativ ruhig. Der Kurs des amerikanischen Dollars verhielt sich unregelmäßig. Je nach den Meldungen über die Entwicklung der amerikanischen Wirtschaft folgten sich Kursausschläge nach oben und unten. Insgesamt waren die Schwankungen jedoch bescheiden. Im Mai führten eine leichte Erhöhung der Zinssätze für kurzfristige Anlagen auf dem US-Markt und die im allgemeinen günstige wirtschaftliche Entwicklung zu einer gewissen Befestigung des Dollars.

Der japanische Yen wies ebenfalls Schwankungen auf. Seit Ende des vergangenen Jahres haben die japanischen Behörden unter dem Druck der westlichen Partner ihre Währung laufend aufwerten lassen. Auf dem Devisenmarkt in Tokio ist der US-Dollar während des Monats März von 281 Yen auf 270 Yen gesunken. Am 18. April wurde der Diskontsatz von 6% auf 5% gesenkt. Die Folge war eine Schwächung der japanischen Währung, und der Dollarkurs stieg auf ungefähr 277–278 Yen. Seither hat die japanische Zentralbank durch Interventionen den Kurs praktisch unverändert auf diesem Niveau gehalten.

Die englische, die italienische und die französische Währung haben sich gemäß früheren Tendenzen in den letzten Monaten gehalten. Das englische Pfund hat sich allgemein befestigt. Der Zufluß ausländischer Gelder veranlaßte die Bank of England zu Dollarkäufen, um den Kurs des Pfundes auf dem Niveau von etwa 1,72 Dollar zu stabilisieren. Die kontinuierliche Ermäßigung der minimum lending rate von 12% Anfang März bis auf 8% in der zweiten Hälfte des Monats Mai durch die Notenbank hat den Wechselkurs des Pfundes nicht beeinflußt. Der wesentlichste Grund dafür dürfte in der rückläufigen Wachstumsrate der Geldmenge zu sehen sein.

Die italienische Lira konnte trotz der Aufhebung des Importdepots von 10% Mitte April und eines erhöhten Zahlungsbilanzdefizits im Februar und März ihren Kurs halten. Die Banca d'Italia hat mit ihren Interventionen zu dieser Kursfestigung beigetragen. Ende März wurde die Kreditbegrenzung um ein weiteres Jahr verlängert und der Diskontsatz auf dem hohen Niveau von 15% belassen. Von größter Bedeutung für die Wechselkursentwicklung dürften jedoch die Gewährung eines Kredites von 450 Millionen SZR durch den IWF und eine Anleihe der Europäischen Gemeinschaft in Höhe von 500 Millionen Dollar gewesen sein. Der Kredit des IWF ist an wirtschaftspolitische Auflagen geknüpft. Der Fonds hat zu seiner Finanzierung auf die General Arrangements to Borrow (GAB) zurückgegriffen und 75 Mio SZR aus eigenen Mitteln zur Verfügung gestellt. Die Nationalbank beteiligte sich an der internationalen Kreditaktion, indem sie dem IWF aufgrund einer bilateralen Abmachung einen Kredit von 37,5 Mio SZR einräumte.

Die französische Währung konnte von der progressiven Verringerung des Handelsbilanzdefizits seit Jahresbeginn profitieren.

Im Rahmen der europäischen Schlange wurde Anfang April eine Änderung der Paritäten vorgenommen. Die schwedische Krone wurde um 6%, die dänische und norwegische Währung um 3% abgewertet. Finnland als Nichtmitglied der Schlange folgte dieser Anpassung mit einer Abwertung um 5,7%. Anfang Mai übertrugen sich Spekulationen betreffend einer Aufwertung der holländischen Währung auch auf die Deutsche Mark. Die holländische Zentralbank begegnete den Aufwertungsgerüchten mit einer Senkung des Diskontsatzes von 4,5 auf 3,5% und mit der Verfügung von Kreditplafonds.

Ab Anfang Februar stieg der Goldpreis fast kontinuierlich, um Mitte April bei 152 Dollar pro Unze sein Maximum zu erreichen. Seither hat er sich bis auf rund 145 Dollar abgeschwächt. Die Goldauktionen des IWF brachten in den letzten drei Monaten je ungefähr 525 000 Unzen auf den Markt. Die durchschnittlichen Preise betragen 146,51 \$, 149,18 \$ und 148,02 \$ pro Unze.

Die konjunkturelle Entwicklung in der Schweiz

Die bereits in der vorangegangenen Berichtsperiode eingetretene, leichte Belebung der wirtschaftlichen Aktivitäten scheint sich teilweise noch verbreitert und verstärkt zu haben. Von einem eigentlichen Aufschwung kann allerdings noch nicht gesprochen werden. Immerhin hat auch die Arbeitsgruppe für Wirtschaftsprognosen ihre Voraussagen für das wirtschaftliche Wachstum gegenüber der vorangegangenen Prognose nach oben korrigiert. Sie erwartet jetzt eine Steigerung des realen Bruttosozialprodukts um 2% für das laufende Jahr. Dieses Schätzergebnis beruht vor allem auf der Entwicklung der Exporte und Importe, stützt sich aber auch auf eine Belebung der Ausrüstungsinvestitionen. Für den öffent-

lichen Konsum wird eine unterdurchschnittliche Entwicklung unterstellt und bei den Anlageinvestitionen wird mit einem leichten, realen Rückgang gerechnet.

In der Berichtsperiode wiesen sowohl die monetären als auch die realen Indikatoren auf eine verbesserte konjunkturelle Lage hin. Da der Zahlungsmittelbedarf positiv mit dem Transaktionsvolumen in der Wirtschaft korreliert, erhöhten sich im Gefolge der Umsatzsteigerungen im Detailhandel und der verstärkten Importtätigkeit sowohl der Notenumlauf als auch die Sichteinlagen des Publikums beim Bankensystem. Der private Konsum stieg auf breiter Basis und bei stabilen Preisen deutlich an. Die Importe übertrafen wieder die Exporte, die aber immer noch die Stütze der wirtschaftlichen Belebung bildeten. Sekundäreffekte des Exportaufschwunges auf die Binnenwirtschaft waren indessen noch wenig spürbar. Abgesehen von den zahlreichen Rationalisierungsinvestitionen belebte sich die Investitionstätigkeit kaum. Die eingetretene Produktionssteigerung führte bis anhin nicht zu einer entsprechenden Zunahme der Beschäftigung, da sie durch Produktivitätsfortschritte erzielt wurde. Damit hat sich aber auch das Verhältnis von Kosten und Erträgen verbessert. Eine Margenverbesserung, weniger aufgrund höherer Preise, als dank geringerer Stückkosten wurde durch die regelmäßig durchgeführten Umfragen in der Industrie bestätigt. Andererseits dürfte sich erstmals seit längerer Zeit ein Kostendruck bei den importierten Waren infolge des abgeschwächten Frankenkurses bemerkbar gemacht haben. Bis jetzt haben diese Preiserhöhungen allerdings noch nicht auf den Konsumentenpreisindex durchgeschlagen. Die auf Jahresbasis bezogene Teuerungsrate lag in der Berichtsperiode bei 1%.

Seit Ende des vergangenen Jahres konnte im Vorjahresvergleich eine allmähliche Stabilisierung und ab Februar 1977 eine merkliche Zunahme des realen privaten Konsums beobachtet werden (Februar + 5,6%, März + 6,1%).

Seit Jahresbeginn kann eine Nachfragebelebung bei allen Warenkategorien festgestellt werden. So erhöhten sich in den letzten Monaten besonders die Umsätze von Nahrungsmitteln, Textilien und Bekleidungsartikeln. Die verbesserte Konsumentenstimmung ist auch aufgrund der Wareneinfuhr ersichtlich. Die Detaillisten blicken denn auch etwas optimistischer in die Zukunft als bis anhin, wie dies aus den Konjunkturtests des Instituts für Wirtschaftsforschung hervorgeht. Die Konsumgüterimporte weisen allerdings auf eine nicht unbedeutende Importkonkurrenz in einzelnen Sektoren hin. Dies gilt zum Beispiel für den Textilbereich. Die statistisch belegte größere Konsumneigung kontrastierte in auffälliger Weise mit den Ergebnissen der vierteljährlichen Konsumentenumfrage des Institutes für Wirtschaftsforschung, die eine gegenüber der letzten Enquête deutliche Verschlechterung der Konsumstimmung ergaben. Diese Haltung der privaten Haushalte beruht, gemäß der Umfrage, auf einer deutlich unsicheren Beurteilung der Arbeitsplätze und damit der Einkommenslage.

Bemerkenswertestes Zeichen für eine verbesserte konjunkturelle Lage war die Zunahme der Importtätigkeit. Die veränderte Situation in der Industrie schlug sich in den Zufuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten nieder, welche die Vorjahresergebnisse im ersten Quartal real um 16,8%, im April um 8,3% übertrafen. Dabei mußte jedoch ein deutliches Ansteigen der Preismittelwerte verzeichnet werden (1. Quartal 1977/76: + 9,1%, April 77/76: + 17,4%). Auch die Investitionsgütereinfuhren zeigten gegenüber dem Vorjahresquartal mit real 13,6% einen deutlichen Anstieg (April 77/76: 1,7%). Diese Entwicklung gibt einen Hinweis darauf, daß manchenorts der Produktionsapparat erneuert oder ergänzt wird.

Insgesamt erreichten die Importe in den ersten vier Monaten des laufenden Jahres den Wert von 13,9 Mrd Franken, das sind nur rund 600 Mio Franken weniger als das Rekordergebnis in der entsprechenden Periode des Jahres 1974, kurz nach der Vervierfachung des Erdölpreises.

Im Wohnbausektor hielt die Abschwächung des Rückgangs an. Die Zahl der Neubewilligten Planvorlagen für den Wohnungsbau in 92 Städten lag im ersten Quartal nochmals 18% unter dem Stand vor Jahresfrist. In der ersten Dreimonatsperiode wurden 45,4% weniger Wohnungen als im Vorjahr neu erstellt.

Hingegen scheint im Einfamilienhausbau ein eigentlicher Boom eingetreten zu sein, stiegen doch die zu diesem Zweck Neubewilligten Baukredite in den ersten drei Monaten des laufenden Jahres um rund 48% im Vorjahresvergleich.

Allmählich zeichnet sich auch im Industriesektor die Notwendigkeit von Erweiterungs- und Neubauten ab. So stiegen in einzelnen Industriezweigen (Holz, Kork, Steine und Erden, Chemie, Uhren, Bijouterie) die Planvorlagen für Neu- und Erweiterungsbauten innert Jahresfrist deutlich an. Von der Industrie insgesamt wurden allerdings den eidgenössischen Arbeitsinspektoren gegenüber dem Vorjahresquartal 6% weniger Projekte vorgelegt.

Anhaltend positiv verläuft auch die Nachfrage aus dem Ausland. Im Gegensatz zur vorangegangenen Berichtsperiode scheint nun auch die Nachfrage nach Investitionsgütern wieder leicht anzuziehen; sie wird aber aufgrund der langen Durchlaufzeiten die Exportstatistik erst später beeinflussen. Gemäß Konjunkturtest des Instituts für Wirtschaftsforschung wird die Lage in der Maschinen- und Apparateindustrie als instabil bezeichnet. Demnach wird im Inlandgeschäft eine gewisse Zurückhaltung festgestellt. Die Exporte dagegen seien vorwiegend von den Finanzierungsmöglichkeiten abhängig. Die niedrige Teuerungsrates, eine zurückhaltende Bewirtschaftung der Lager und niedrige Kapitalzinssätze zeitigten aber positive Wirkungen, so daß im Konkurrenzkampf wieder besser mitgehalten werden könne. Der Auftragseingang bei 200 Meldefirmen des VSM lag in den ersten drei Monaten des laufenden Jahres rund 3% über dem Vorjahresniveau, wobei sich der Anteil der Bestellungen aus dem Ausland leicht erhöht hat. Steigende Tendenz wies auch

der Gesamtarbeitsvorrat auf (1. Quartal 1977: 7,4 Monate). Im Vorjahresvergleich weist die Zollstatistik für die Maschinen- und Apparateindustrie nach einer kräftigen Steigerung der Ausfuhren im vierten Quartal 1976 auch im 1. Quartal 1977 eine Zunahme von real 8% aus, die vor allem auf den Lieferungen von elektrischen Maschinen und Apparaten beruhte. Die Exportmittelwerte stiegen um 2,7%. Im April stellte sich eine Abnahme der Exporte um real 4,2% ein.

In der Chemieindustrie hat die im 4. Quartal 1976 festgestellte Abschwächung der Exportzunahme in einen Rückgang umgeschlagen. Im ersten Vierteljahr 1977 konnten volumenmäßig 5,4% (April 77/76: - 7,8%) weniger Produkte ans Ausland geliefert werden als ein Jahr zuvor. Hingegen haben sich, wie aus Informationen aus der Chemieindustrie hervorgeht, die Verkaufspreise teilweise erhöht. Im Gegensatz zur Chemieindustrie konnte die Textil- und Bekleidungsindustrie, wenn auch gegenüber dem Vorquartal in abgeschwächtem Maße, ihre Exporte weiter ausdehnen (1. Quartal 1977/76: + 9,4%, April 77/76: + 0,6%). Auch in diesem Bereiche konnte eine minimale Steigerung der Preismittelwerte beobachtet werden. Am erfreulichsten wird der starke Anstieg des Auftragseinganges bezeichnet, der die Beschäftigung in den nächsten Monaten sicherstellen soll. Der Bestellungseingang übertraf sogar die Produktion, so daß die Auftragsbestände mindestens gehalten werden konnten.

In der Uhrenindustrie scheint sich die Lage allmählich zu verbessern. Im ersten Quartal wurde eine Zunahme der Exporte um real 9,3% (April 77/76: real + 14,3%) gegenüber dem Vorjahresquartal erreicht. Auch sind die ersten Stellungnahmen über die erzielten Erfolge an der internationalen Uhrenmesse im Rahmen der Mustermesse durchaus positiv ausgefallen.

Die Importe haben die Ausfuhren in den ersten vier Monaten des laufenden Jahres wertmäßig übertroffen. Das Handelsbilanzdefizit erreichte 567,1 Mio Franken (Vorjahresperiode: Aktivüberschuß von 69,8 Mio Franken).

Angesichts der gestiegenen Nachfrage dürfte die Produktion über dem Niveau vor Jahresfrist gelegen haben. Die Steigerung hatte aber nur eine leichte Beschäftigungszunahme zur Folge, wie sich aus den Zahlen über die Ganz- und Teilarbeitslosen ergibt. Im Februar wurden noch 17 538 Ganz- und 21 947 Teilarbeitslose registriert. Ende April waren es 13 780 bzw. 13 097. Der Produktionsanstieg mußte deshalb auf Produktivitätsfortschritten beruhen. Diese wurden von industriellen Kreisen auch als teilweise beachtlich bezeichnet.

An der Preisfront war gegenüber dem letzten Bericht keine Änderung zu verzeichnen. Die Teuerung - gemessen am Konsumentenpreisindex - lag im Februar und März je einen Prozentpunkt über dem entsprechenden Vorjahresstand, im April um 1,1 Prozentpunkte. Seit Beginn des Jahres erhöhte sich der Konsumentenpreisindex um 0,2%. Auf der Großhandelsstufe hingegen war ein bei den Importen deutlich spürbarer Preisdruck fest-

zustellen, der zum großen Teil durch den abgeschwächten Frankenkurs verursacht wurde. So stieg der Preisindex der importierten Waren seit Jahresanfang um 3,5%, während jener der Inlandwaren stabil blieb. Im Vorjahresvergleich bewegte sich die Teuerung bei den Importwaren zwischen 5,3% (März) und 3,9% (April). Der Totalindex verzeichnete eine Jahresteuierung von 1,4% im Februar, 1,5% im März und 1,2% im April.

Die Entwicklung am Geld- und Kapitalmarkt

Die jährliche Wachstumsrate der Geldmenge im engeren Sinne (M_1) sank von 8,8% Ende 1976 auf 6,5% Ende März 1977. Das durchschnittliche Wachstum der Geldmenge M_1 errechnete sich für das 1. Quartal 1977 mit 7,5%, nachdem es 1976 8,0% betragen hatte. Während sich die Expansion der Sichteinlagen im 1. Quartal 1977 verlangsamte – die jährliche Zuwachsrates bildete sich von 12,4% Ende 1976 auf 7,3% Ende März 1977 zurück –, war beim Bargeldumlauf eine Wachstumsbeschleunigung zu verzeichnen (Jahreszuwachsrate: Ende 1976: 2,7%; Ende März 1977: 5,0%). Die Entwicklung des Bargeldumlaufs läßt auf ein erhöhtes Transaktionsvolumen in der Wirtschaft schließen, was auch durch die Expansion der Kleinhandelsumsätze und der Importe angezeigt wird. Grundsätzlich verlief auch die Zunahme der Sichteinlagen parallel zur gestiegenen Wirtschaftsaktivität, doch wurde diese Entwicklung durch zinsinduzierte Umschichtungen überlagert. Die im vergangenen Jahr infolge sinkender Festgeldzinssätze registrierten Umlagerungen von Zeit- auf Sichtdepositen kamen im 1. Quartal 1977 im Zuge der wieder angestiegenen Geldmarktsätze zum Abschluß. Das Wachstum der Sichteinlagen schwächte sich daher leicht ab. Die Termingelder lagen im Durchschnitt der ersten drei Monate 1977 immer noch um 9,5% unter ihrem Vorjahresstand, so daß sich für die Geldmenge M_2 (M_1 + Termineinlagen) im 1. Quartal ein durchschnittliches Wachstum (im Vorjahresvergleich) von nur 1,6% errechnete. Die Geldmenge M_3 (M_2 + Spargelder) erfuhr im 1. Quartal einen durchschnittlichen Anstieg von 7,5% im Vergleich zum entsprechenden Vorjahresquartal.

Die Tatsache, daß die Entwicklung der Geldmenge M_1 die Zielsetzungen der Nationalbank trotz vorsichtiger Ausweitung des Geldangebots seit Mitte 1976 überstieg, konnte vorerst noch auf die Portfolioumschichtungen von Zeit- auf Sichteinlagen zurückgeführt werden, ist jedoch in jüngster Vergangenheit vermehrt auf die im Zuge der sich abzeichnenden konjunkturellen Belebung angestiegene Geldnachfrage zurückzuführen und bedarf deshalb erhöhter Aufmerksamkeit.

Die jüngsten Entwicklungstendenzen veranlaßten das Noteninstitut in der Berichtszeit (März bis Mai 1977) zu einer weniger großzügigen Liquiditätspolitik mit dem Ziel, das Geldmengenwachstum (M_1) in nächster Zukunft in die Nähe der Zielgröße (5% durchschnittliches Wachstum im Jahre 1977) zu bringen. Bei der Verfolgung dieser Politik können vorübergehend Zinssatzstei-

gerungen auftreten, die im Hinblick auf das nach wie vor erstrangige Ziel der Geldwertstabilität soweit in Kauf genommen werden, als sie nicht zu Störungen auf dem Kapital- und Devisenmarkt führen.

Der schweizerische Geldmarkt war in der Berichtszeit (März bis Mai) verschiedentlich durch Verknappungserscheinungen gekennzeichnet. Einerseits verfolgte die Nationalbank in Anbetracht der im Februar beträchtlich über die festgelegte Zielgröße hinaus angewachsenen Geldmenge (M_1) eine vorsichtigeren Liquiditätspolitik, andererseits führten verschiedene andere Faktoren tendenziell zu einer Verknappung der Marktmittel. Die Devisenmarktinterventionen des Noteninstituts blieben während der Berichtszeit angesichts der verhältnismäßig ruhigen Frankenkursentwicklung hinter den Konversionen für bewilligungspflichtige Kapitalexportgeschäfte zurück, so daß per Saldo ein Mittelentzug resultierte. Außerdem erfuhr der Notenumlauf einen beschleunigten Anstieg, und ab Ende April zeitigten auch die bekanntgewordenen Verluste einer Großbankfiliale Auswirkungen auf den Geldmarkt, indem die Liquiditätspräferenz der Banken anstieg und folglich die Geldmarktsätze in die Höhe getrieben wurden.

Die Nationalbank begegnete den liquiditätsverknappenden Entwicklungen am Geldmarkt einestells mit einer flexiblen Swappolitik, andernteils mit den bereits per Ende Februar freigegebenen Mindestguthaben auf ausländischen Verbindlichkeiten in Höhe von 225 Mio Franken und den per Mitte und Ende März erfolgten Rückzahlungen von fällig gewordenen Sterilisierungsreskriptionen im Gesamtbetrag von 484 Mio Franken.

In der ersten Märzwoche bildeten sich die Giroguthaben der Wirtschaft bei der Nationalbank im Zuge der Rückzahlungen der Ende Februar in Höhe von 1,7 Mrd Franken beanspruchten Ultimofinanzierungshilfen auf 5,8 Mrd Franken zurück. Da sich die Banken zudem schon frühzeitig für den Quartalsultimo vorzubereiten begannen, stellte die Nationalbank den Banken in der ersten Märzwoche zusätzliche Marktmittel auf der Basis von einmonatigen Dollar/Franken-Swaps im Betrage von 510 Mio Franken zur Verfügung. In der zweiten Märzhälfte wurden dem Markt durch die Ausweitung des Notenumlaufs und den Anstieg des Girokontos des Bundes bei der Nationalbank Mittel entzogen. Andererseits überstiegen in dieser Periode die Devisenkäufe der Nationalbank die Dollarabgaben im Rahmen der Kapitalexportkonversionen und bewirkten somit eine Marktverflüssigung. Eine weitere Alimentierung des Geldmarktes in Höhe von 328 Mio Franken erfolgte sodann durch die Rückzahlung von Mitte März fällig gewordenen Sterilisierungsreskriptionen. Eine Woche vor dem Quartalsultimo beliefen sich die Giroguthaben der Wirtschaft bei der Nationalbank auf 6,9 Mrd Franken und der Zinssatz für Dreimonats-Eurofrankendepots bewegte sich in der Nähe von $3\frac{1}{2}\%$. Offensichtlich verursachte die Ankündigung des Noteninstituts, den Banken über das Quartalsende nicht unbegrenzte Swapfazilitäten zur Verfügung zu stellen, einige Nervosität, die kurzfristig einen übermäßigen Anstieg der kurzfristigen Zinssätze nach sich zog.

Mit Giroguthaben von 10,4 Mrd Franken konnte der zu den geldwirtschaftlichen Spitzterminen zählende Märzultimo jedoch reibungslos abgewickelt werden. Die kurzfristigen Refinanzierungshilfen der Nationalbank wurden insgesamt mit 5,0 Mrd Franken beansprucht. Davon entfielen 1,6 Mrd auf zusätzliche Diskont- und Lombardkredite, 0,8 Mrd auf die Mobilisierung von Sterilisierungsreskriptionen und 2,6 Mrd auf Dollar/Franken-Swaps.

Die Rückzahlung der Ultimofinanzierungshilfen bereitete den Banken allerdings einige Mühe, da zusätzlich die anfangs März abgeschlossenen Swaps mit einmonatiger Laufzeit zur Fälligkeit gelangten (510 Mio) und sich zudem der Notenumlauf wegen der Osterfeiertage nicht wie gewöhnlich zu Beginn eines Monats zurückbildete, sondern noch leicht anstieg. Die Nationalbank trug diesen Sonderfaktoren Rechnung, indem sie den Banken 7-tägige Swapfazilitäten im Betrage von 825 Mio Franken zur Verfügung stellte. Außerdem wurden S-Reskriptionen in Höhe von 156 Mio Franken, die Ende März fällig waren, nicht mehr erneuert, und vom Girokonto des Bundes wurden anfangs April beträchtliche Mittel auf die Konti der Banken übergeleitet.

Mitte April waren in den Giroguthaben der Wirtschaft (6,4 Mrd Fr.) keine Swaps mehr enthalten. Der Markt wurde in der zweiten Aprilwoche alimentiert durch die Rückbildung des Notenumlaufs (570 Mio), die weitere Abnahme des Bundeskontos und den Nettobetrag der Devisenkassakäufe der Nationalbank, so daß sich der Zinssatz für dreimonatige Eurofrankendepots bis auf 2⅞% zurückbildete. In der zweiten Aprilhälfte erfolgte allerdings eine gegenteilige Entwicklung. Der Notenumlauf weitete sich stark aus und lag Ende April um 6,6% über dem Vorjahresstand, das Girokonto des Bundes stieg an und die Dollarabgaben für bewilligungspflichtige Kapitalexporte übertrafen die Devisenmarktinterventionen. Zusätzlich machte sich im Anschluß an die Bekanntgabe der von der Schweizerischen Kreditanstalt erlittenen Verluste in unbekannter Höhe eine gewisse Unsicherheit breit, die tendenziell eine erhöhte Liquiditätspräferenz bei den Banken bewirkte und die kurzfristigen Zinssätze wieder ansteigen ließ. Um zur Beruhigung der Märkte beizutragen, bot die Nationalbank zusammen mit zwei Großbanken der Kreditanstalt für den Bedarfsfall einen Kredit von insgesamt 3 Mrd Franken an.

Am Aprilultimo beanspruchten die Banken die kurzfristige Finanzierungshilfe der Nationalbank im Gesamtbetrag von 2,3 Mrd Franken. In den Giroguthaben der Wirtschaft, die Ende April bei 6,9 Mrd Franken lagen, waren Swaps im Betrag von rund 570 Mio Franken enthalten. Die in der letzten Aprilwoche zusätzlich beanspruchten Diskont- und Lombardkredite beliefen sich auf knapp 1,7 Mrd Franken; Sterilisierungsreskriptionen wurden in Höhe von 665 Mio Franken in Pension gegeben.

Die Abtragung der Ultimofinanzierungshilfen führte zu einer Verknappung des Geldmarktes, die jedoch durch den Abschluß von kurzfristigen Dollar/Franken-Swaps in Höhe von insgesamt 1,5 Mrd Franken teilweise kompensiert wurde. Der Zinssatz für Dreimonatsfranken am Eu-

romarkt stieg vorübergehend bis auf 4¾%, sank jedoch Mitte Mai wieder auf 4%, nachdem die Nationalbank die fällig gewordenen kurzfristigen Swaps teilweise durch Dollar/Franken-Swaps mit Laufzeiten bis zu 3 Monaten ersetzte. Mitte Mai beliefen sich die Giroguthaben der Wirtschaft auf 6,0 Mrd Franken. In der zweiten Maihälfte weitete sich der Notenumlauf wieder stark aus, da der Maiultimo mit den Pfingstfeiertagen zusammenfiel. Die Giroguthaben der Wirtschaft stiegen am Monatsende Mai auf 6,7 Mrd Franken. Die Ultimofinanzierungshilfe der Nationalbank belief sich auf insgesamt 1,8 Mrd Franken. Davon entfielen 1,6 Mrd auf den Anstieg der Diskont- und Lombardkredite und 0,2 Mrd auf die Mobilisierung von Sterilisierungsreskriptionen. Die Ende Mai insgesamt ausstehenden Dollar/Franken-Swaps mit Laufzeiten bis zu 3 Monaten betragen 1,3 Mrd Franken.

Die Entwicklung der Zinssätze nahm in der Berichtsperiode (März bis Mai) einen unterschiedlichen Verlauf. Während der Privatskontsatz mit Wirkung ab 1. März um ¼% auf 3¼% reduziert wurde, wiesen die übrigen kurzfristigen Zinssätze eine steigende Tendenz auf. Der Eurofrankensatz für Dreimonatsdepots, der in den ersten beiden Monaten des laufenden Jahres im Durchschnitt bei etwa 1½% lag, stieg im März bis auf 3¼%, fiel jedoch in der Folge wieder auf 2⅞% zurück (Mitte April). Von Mitte April an begann er wieder zu steigen und erreichte Mitte Mai seinen Höchstwert mit 4¾%, sank sodann kurzfristig wieder unter 4% und lag Ende Mai bei 4%. Die Großbanken erhöhten ihre Festgeldsätze in drei Schritten (9. März, 15. April, 12. Mai) auf einheitlich 3½%; anfangs März lagen diese Zinssätze je nach Laufzeit zwischen 1¼% und 2%.

Im Gegensatz zu den kurzfristigen Zinssätzen wurden die Sparheft- und Hypothekensätze, die der allgemeinen Zinsentwicklung stets mit zeitlicher Verzögerung folgten, in der Berichtszeit gesenkt. Die Großbanken reduzierten ihre Zinssätze für bestehende Hypothekendarlehen per 1. April um ½% auf 5%, nachdem sie die Sätze für Neuhypotheken bereits im Februar auf 5% gesenkt hatten. Die Kantonalbanken nahmen entsprechende Satzreduktionen für Hypothekarkredite, teilweise ebenfalls auf den 1. April vor, teilweise sind Satzsenkungen auf den 1. Juli angekündigt. Der Zinssatz für Spareinlagen fiel in der Berichtszeit im Durchschnitt von 12 repräsentativen Kantonalbanken von 3,54% auf 3,02%. Mit Wirkung ab 1. April ermäßigten sodann die dem Zürcher Zinskonvention angeschlossenen Banken ihre Sätze für kommerzielle Kredite um ¼%.

Die Durchschnittsrendite eidgenössischer Obligationen sank zunächst von 4,00% anfangs März auf 3,91% anfangs Mai, stieg jedoch in der Folge innert weniger Tage auf 4,17% und erhöhte sich bis Ende Mai auf 4,46%. Diese Renditeerhöhung am Kapitalmarkt sowie die schon zuvor angestiegenen Geldmarktsätze blieben nicht ohne Folgen für die Ausgabebedingungen der Kassenobligationen. Da der Absatz dieser Titel ins Stocken geriet, gab die Nationalbank ihre Einwilligung zu einer linearen Erhöhung um ¼% auf der Basis der geltenden Sätze der Großbanken. Mit Wirkung ab 23. Mai geben die Groß- und

Kantonalbanken ihre Kassenobligationen zu 3½% auf 3-4 Jahre, 3¾% auf 5-6 Jahre und 4% auf 7-8 Jahre aus. Für die übrigen Banken bewilligte die Nationalbank um ein Viertelprozent höhere Sätze.

Die offiziellen Zinssätze der Nationalbank blieben in der Berichtszeit unverändert bei 2% (Diskont) und 3% (Lombard). Die beiden Spezialdiskontsätze für Pflichtlagerwechsel lagen bei 2% (Lebensmittel) und 2¼% (übrige).

Die Vereinbarung zwischen der Nationalbank und den Schweizerbanken über die Milderung von Liquiditätsschwierigkeiten in der Exportwirtschaft vom 18. April 1975 wurde um weitere sechs Monate bis Ende Oktober 1977 verlängert. Die Banken erklären sich in der Vereinbarung bereit, kurzfristige Exportkredite, insbesondere Wechselkredite für die Uhren-, Textil- und Schuhindustrie, bevorzugt zu erteilen. Sie verpflichten sich, solche Wechsel zu einem Satz zu diskontieren, der höchstens 2-2½% über dem anwendbaren Diskontsatz der Nationalbank liegt. Die Nationalbank ihrerseits ist bereit, diese Wechsel außerhalb der bestehenden Limiten zu einem gegenüber dem offiziellen Diskontsatz um wenigstens 1% reduzierten Satz zu rediskontieren oder zu lombardieren.

Der Emissionsmarkt war in der Berichtszeit durch längere Perioden der Unsicherheit und Labilität gekennzeichnet. Nach dem Mißerfolg der im Februar vom Bund aufgelegten 3¾%-Anleihe übten die Anleger größere Zurückhaltung, zumal im März die kurzfristigen Zinssätze relativ stark zu steigen begannen. Der Zinsabbau, der noch zu Beginn des laufenden Jahres stattgefunden hatte, und die tendenzielle Abschwächung des Frankenkurses führten zu einer zunehmenden Nachfrage nach höherverzinslichen Fremdwährungsanlagen. Die im März aufgelegten 4%-Anleihen erster Adressen notierten im vorbörslichen Handel zeitweilig unter ihren Ausgabekursen, obwohl sie durchwegs überzeichnet worden waren. In der zweiten Märzhälfte verschlechterte sich die Stimmung am Emissionsmarkt weiter, so daß einzelne Anleihen nicht mehr voll gezeichnet wurden. Die zusammengeschrumpften Renditedifferenzen zwischen den einzelnen Schuldnerkategorien führten sowohl bei den Zeichnungsergebnissen wie auch im vorbörslichen Handel zu einer verstärkten Selektivität der Anleger. Da sich an den grundlegenden Marktfaktoren – geringe Kapitalnachfrage und hoher Anlagebedarf – nichts geändert hatte, setzte die Nationalbank in Erwartung einer Verbesserung der Markttendenz ihre zeitweiligen Kurspflegeoperationen fort. Tatsächlich trat gegen Ende März wieder eine leichte Erholung ein; die vorbörslichen Kurse begannen wieder zu steigen und die Durchschnittsrendite fiel von 3,98% auf 3,95%.

Für das zweite Quartal 1977 konnte die zuständige Kommission wiederum sämtliche Anmeldungen bewilligen. Das Emissionsprogramm sah 43 Anleihen im Gesamtbetrag von 1656 Mio Franken vor. Davon entfielen 524 Mio Franken auf Konversionen, so daß das Neugeldvolumen 1132 Mio Franken betrug und damit um rund 400 Mio Franken unter jenem des 2. Quartals 1976 zurückblieb. Im

Laufe des Quartals wurden allerdings verschiedene Anleihen wieder zurückgezogen, verschoben oder gekürzt.

In der ersten Aprilhälfte trat am Anleihsenmarkt eine merkliche Erholung ein. Die 4%-Anleihen erster Adressen notierten Mitte April wieder um pari oder darüber, und die Durchschnittsrendite eidgenössischer Obligationen sank auf 3,93%. Gegen Ende April machte sich in Anlegerkreisen eine zunehmende Zurückhaltung bemerkbar, die zunächst durch Senkungen der Ausgabepreise und Verkürzungen der Laufzeiten aufzufangen versucht wurde. Die seit Mitte April erneut stark angestiegenen Eurofranken-Zinssätze sowie das Bekanntwerden der von einer Großbankfiliale erlittenen Verluste wirkten sich negativ auf das Marktklima aus. Die vorbörslichen Notierungen der neuemittierten Anleihen gerieten zusehends unter Druck; dieser verstärkte sich noch, als die 4%-Anleihe des Kantons Genf mit einem Mißerfolg abschloß. Angesichts des starken Abgabedrucks ging die Nationalbank anfangs Mai zu einer flexibleren Politik der Kurspflege über. Die Durchschnittsrendite eidgenössischer Obligationen erhöhte sich in der Folge innert weniger Tage von 3,91% auf 4,17%. Die Emissionsinstitute trugen dieser Entwicklung Rechnung, indem sie die Anleihen erster Adressen neu zu 4¼% auflegten. Der Nominalzinssatz der Kraftwerkanleihen wurde bereits vorher um ¼% auf 4¼% angehoben und Kernkraftwerke mußten nunmehr 5% offerieren, nachdem sie im März noch Anleihen zu 4½% ausgeben konnten. Mitte Mai trat am Emissionsmarkt vorübergehend eine leichte Beruhigung ein, die jedoch im Zuge der wieder angestiegenen Geldmarktsätze bald ein Ende fand. Die Durchschnittsrendite eidgenössischer Obligationen stieg auf 4,46%, so daß Ende Mai die Nominalzinssätze erster Adresse nochmals um einen Viertelprozentpunkt angehoben wurden.

Der Plafond für auf Schweizerfranken lautende Anleihen ausländischer Schuldner wurde für die Monate März und April unverändert bei rund 500 Mio Franken belassen. Dem Plafond werden Anleihen internationaler Entwicklungs-Organisationen nach wie vor nicht angerechnet. Ebenfalls nicht limitiert wurden Kapalexporte in Form von Krediten und der Plazierung mittelfristiger Schuldverschreibungen in Schweizerfranken («Notes»). Da die anwachsende Verwendung des Schweizerfrankens im mittelfristigen Euromarkt aus währungspolitischen Gründen unerwünscht ist, ergänzte die Nationalbank ihre Bedingungen für die Bewilligung von Kapalexportgeschäften durch die Bestimmung, daß von Krediten und Darlehen in Schweizerfranken, die an ausländische Schuldner gewährt werden, keine Unterbeteiligungen an Ausländer (Domizilprinzip) abgetreten werden dürfen. Diese Bestimmung, die bereits bis Mitte 1974 in Kraft gewesen war, wurde wieder eingeführt, weil in letzter Zeit vermehrt Gesuche um Bewilligung solcher Syndikatsgeschäfte eingereicht wurden.

Die bis Ende Mai 1977 befristete Vereinbarung zwischen der Nationalbank und den auf dem Gebiete der langfristigen Exportfinanzierung tätigen Banken vom 1. Juni 1975 wurde um zwei Jahre verlängert. Die Nationalbank erklärt sich in der Vereinbarung bereit, für Export-

wechsel mit einem Kreditbetrag von mindestens 10 Mio Franken und einer Laufzeit von wenigstens 3 Jahren Rediskontzusagen zu erteilen. Die Banken verzichteten beim Abschluß solcher Exportfinanzierungsgeschäfte auf die früher üblichen sogenannten Eurozinsklauseln.

Der Schweizerfranken verzeichnete zu Beginn der Berichtszeit gegenüber allen wichtigen Währungen eine weitere Kursabschwächung, die einerseits auf einer steigenden kommerziellen Nachfrage nach Devisen beruhte, andererseits auf Umschichtungen aus niedrig rentierenden inländischen in höher verzinsliche ausländische Anlagen sowie auf umfangreiche Kapitalexporte zurückzuführen war.

Gegen Ende März und in der ersten Aprilhälfte tendierte der Frankenkurs im Zuge der angestiegenen Geldmarktsätze wieder leicht aufwärts, stabilisierte sich jedoch ab Mitte April erneut. Ende Mai war der Schweizerfranken, gewichtet mit den Exporten nach den 15 wichtigsten Handelspartnern, etwa gleich hoch bewertet wie Ende Februar. Im Vorjahresvergleich erfuhr er eine Abschwächung um 2,6%; seit Jahresbeginn resultierte ein Kursrückgang von 2,0%.

Angesichts der ruhigeren Währungsentwicklung konnte der Bundesrat im Einvernehmen mit der Nationalbank die Verordnung über die Einfuhr ausländischer Banknoten vom 14. April 1976 mit Wirkung ab 1. Mai 1977 aufheben. Aufgrund der Verordnung war die Einfuhr ausländischer Banknoten auf den Gegenwert von 20 000 Franken pro Person und Quartal beschränkt.

Eine Veränderung erfuhr mit Wirkung ab 1. April 1977 die Verordnung über Maßnahmen gegen den Zufluß ausländischer Gelder. Neu gilt für Konten ausländischer Banken, die am Stichtag (31. Oktober 1974) einen Saldo von weniger als 150 000 Franken aufwiesen oder erst später eröffnet wurden, ein von der Kommissionsbelastung von derzeit 10% pro Quartal befreiter Zuwachs von 250 000 Franken pro Konto (bisherige Freigrenze: 100 000 Franken). Diese Neuregelung dient der Erleichterung des sich über Konten ausländischer Korrespondenzbanken abwickelnden kommerziellen Zahlungsverkehrs und gilt ausschließlich für Banken im Ausland.

Das Gentlemen's Agreement zwischen der Schweizerischen Nationalbank und den Schweizerbanken betreffend Währungsmaßnahmen vom 15. Juni 1976 wurde um ein Jahr, d. h. bis 14. Juni 1978, verlängert. Die in der Schweiz domizilierten Banken mit Filialen oder Tochtergesellschaften im Ausland verpflichten sich, diese anzuweisen, von Transaktionen mit offensichtlich spekulativem Charakter gegen den Schweizerfranken Abstand zu nehmen. Die Banken verzichten darauf, von der Schweiz aus für die ausländischen Filialen und Tochtergesellschaften in deren Namen und für deren Rechnung Euro-Schweizerfrankendepots oder Direktanlagen in Schweizerfranken zu tätigen.

Um ein Jahr verlängert wurden sodann die beiden bis Ende Juni 1977 befristeten Gentlemen's Agreements zwi-

schen der Schweizerischen Nationalbank und den schweizerischen Banken bzw. den international tätigen Gesellschaften über die Meldung von Devisentransaktionen. Die Banken und Gesellschaften verpflichten sich in der Vereinbarung, die Nationalbank vor dem Abschluß ungewöhnlich großer oder vermutlich spekulativ bedingter Devisenkassa- und Devisentermingeschäfte zu informieren. Der Nationalbank wird die Befugnis eingeräumt, in allfällige Devisenkäufe einzutreten und die Beträge auf eigene Rechnung zu übernehmen, falls sie dies nach der Marktlage für angebracht hält.

Das Wachstum des inländischen Kreditvolumens verstärkte sich im 1. Quartal 1977 weiter. Die jährliche Zuwachsrate der von 71 Banken an inländische Schuldner gewährten Kredite stieg von 7,3% Ende 1976 auf 8,2% Ende März. Eine namhafte Wachstumsbeschleunigung war bei den Debitoren zu verzeichnen, die am Ende des 1. Quartals um 7,4% über dem Vorjahresstand lagen (März 1976: 1,0%; Dezember 1976: 5,1%). Demgegenüber schwächte sich das Wachstum der Hypothekaranlagen und der Wechselkredite ab.

Während die Großbanken die inländische Kreditvergabe deutlich ausweiteten, lief das Kreditgeschäft bei den Regionalbanken und Sparkassen, die ein stark unterdurchschnittliches Wachstum verzeichneten, noch nicht an. Die stark erhöhten Importe, die angestiegenen Kleinhandelsumsätze und der in Gang gekommene Lageraufbau schlugen sich bisher vornehmlich in den Bilanzen der Großbanken nieder, während die traditionell in der Baufinanzierung tätigen Regionalbanken und Sparkassen nach wie vor auf eine schwache Kreditnachfrage stießen.

Der Zufluß an mittelfristigen Kundengeldern zu den 71 monatlich meldenden Banken schwächte sich im 1. Quartal 1977 sowohl gegenüber dem 4. Quartal 1976 wie auch im Vergleich zum entsprechenden Vorjahresquartal leicht ab. Die Spareinlagen, Depositen und Einlagehefte sowie die Kassenobligationen stiegen im 1. Quartal 1977 um insgesamt 3,1 Mrd Franken an im Vergleich zu 4,0 Mrd im Vorquartal und 3,4 Mrd im 1. Quartal 1976. Die Spareinlagen erhöhten sich in den ersten drei Monaten des laufenden Jahres um 2,1 Mrd Franken (Vorjahr: 2,0 Mrd), die Depositen- und Einlagehefte um 0,7 Mrd (0,6 Mrd) und die Kassenobligationen um 0,3 Mrd (0,8 Mrd). Der leicht verminderte Anstieg der mittelfristigen Kundengelder im 1. Quartal 1977 war auf das schwache Wachstum der Kassenobligationenbestände zurückzuführen.

Die Kreditzusagen von 163 Banken beliefen sich im 1. Quartal 1977 auf insgesamt 5,5 Mrd Franken im Vergleich zu 6,8 Mrd im Vorquartal (-18,4%) und 5,9 Mrd im 1. Quartal 1976 (-6,3%). Die Kreditbewilligungen an die inländische Kundschaft bildeten sich gegenüber dem Vorquartal um 1,4 Mrd auf 4,2 Mrd Franken zurück, während die Zusagen an ausländische Schuldner in Höhe von 1,3 Mrd Franken um 0,1 Mrd höher ausfielen als im 4. Quartal 1976. Der Rückgang der neu zugesagten Kreditlimiten an Inländer (Domizilprinzip) gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal war hauptsächlich auf

die stark gesunkenen Zusagen für Kredite an die öffentliche Hand zurückzuführen.

Die neubewilligten Baukredite von 59 monatlich meldenden Banken betragen im 1. Quartal 1977 1,5 Mrd Fran-

ken (1. Quartal 1976: 1,4 Mrd). Die Baukreditzusagen für Einfamilienhäuser und Villen stiegen im Vorjahresvergleich um 48% an; die Zusagen für großgewerbliche und industrielle Bauten fielen um 28% niedriger aus als im entsprechenden Vorjahresquartal.