

Bericht

über die Wirtschafts- und Währungslage
für die Sitzung des Bankrates vom 9. September 1977

Weltwirtschaftliche Entwicklungstendenzen

Die Konjunktorentwicklung im zweiten Quartal 1977 hat weitgehend die Tendenzen der ersten Monate bestätigt. Während sich das Wachstum in den Vereinigten Staaten auf hohem Niveau fortsetzte, kam die Wachstumsverlangsamung in der Bundesrepublik Deutschland und in Japan deutlicher zum Ausdruck.

Bei den Ländern, die sich beträchtlichen internen und externen Ungleichgewichten gegenübersehen, hat sich die Fortsetzung der Stabilisierungsbemühungen in einer fühlbaren Abschwächung der Konjunktur ausgewirkt. In Großbritannien, Frankreich und Italien hat die Industrieproduktion deshalb vom ersten zum zweiten Quartal leicht abgenommen. Diese Entwicklung, die eine anhaltende Zunahme der Arbeitslosenzahlen bewirkte, hat bisher noch kaum zu einer Dämpfung des Preisauftriebs geführt. Die an der Zunahme der Konsumentenpreise gemessene Inflationsrate blieb weiterhin auf hohem Niveau. Lediglich der Anstieg der Großhandelspreise zeigte einige Anzeichen einer Verlangsamung. Dies ist nicht zuletzt darauf zurückzuführen, daß sich die Wechselkurse der Währungen dieser Länder in den vergangenen Monaten gut hielten, was sich positiv auf die Entwicklung der Importpreise auswirkte.

Die Korrektur der externen Ungleichgewichte machte dagegen in den erwähnten drei Ländern raschere Fortschritte. Während die Exporte weiterhin deutlich zunahmen, hat sich das Importwachstum wegen der Abschwächung der internen Nachfrage erheblich verlangsamt. Die Handelsbilanz dieser Länder hat sich dadurch im zweiten Quartal stark verbessert.

Auf der andern Seite sind die Ertragsbilanzüberschüsse einiger Industrieländer, insbesondere Japans, der Bundesrepublik Deutschland, der Niederlande und der Schweiz, im Juni wiederum Objekt wiederholter Angriffe geworden. Es ist den betreffenden Ländern vorgeworfen worden, sie würden nicht genügend zur Wirtschaftsbelebung und zur notwendigen Anpassung der Ertragsbilanzen auf weltweiter Ebene beitragen, da sie ihre interne Nachfrage nicht genug stimulierten und zudem einen Anstieg ihrer Währungen verhinderten. Ein solcher Anstieg sei aufgrund der Ertragsbilanzüberschüsse angebracht und zu deren Beseitigung auch notwendig. Derartige Vorwürfe und entsprechende Empfehlungen sind insbesondere von amerikanischen Stellen mehrmals geäußert worden, wobei auch die starke Verschlechterung der amerikanischen Handelsbilanz seit Anfang 1976 als Beispiel einer von internationaler Verantwortung getragenen Politik dargestellt wurde.

Diese amerikanischen Äußerungen haben im Juli zu einer erheblichen Unruhe auf den Devisenmärkten und zu einer Schwäche des Dollars gegenüber den wichtigsten übrigen Währungen beigetragen. Darüber hinaus scheinen sie insofern wenig begründet, als die Verschlechterung der amerikanischen Handelsbilanz kaum als vorbildlich bezeichnet werden kann. Für eine realistische Beurteilung der Situation ist es angebracht, die Zahlen seit Anfang 1977 mit denen von 1974, dem ersten Jahr mit massiven Ungleichgewichten in den Zahlungsbilanzen, und nicht mit 1975 oder 1976 zu vergleichen. Diese letzten beiden Jahre waren in der Tat gekennzeichnet durch starke Schwankungen in der amerikanischen Handelsbilanz (starker Überschuß 1975, Defizit 1976), die sich weitgehend ausgeglichen haben und die im wesentlichen auf die Phasenverschiebung im Konjunkturzyklus zwischen den Vereinigten Staaten und ihren wichtigsten Handelspartnern zurückzuführen sind. Im Vergleich zu 1974 haben die amerikanischen Exporte in die OECD-Länder dieses Jahr im gleichen Rhythmus zugenommen wie die Importe aus diesen Ländern. Die Vereinigten Staaten weisen insgesamt gesehen immer noch einen Überschuß im Handel mit den Industrieländern auf, der gegenüber 1974 ungefähr stabil geblieben ist. Das gestiegene Defizit im Handel mit Japan ist durch einen höheren Überschuß gegenüber der EWG kompensiert worden. Die Verschlechterung der amerikanischen Handelsbilanz ergibt sich somit im wesentlichen aus dem Verkehr mit den erdölexportierenden Ländern und zu einem geringen Teil auch mit den übrigen Entwicklungsländern. Daraus kann der Schluß gezogen werden, daß der Handelsverkehr der Vereinigten Staaten die Nachfrage in den übrigen Industrieländern insgesamt nicht direkt stimuliert und daß er andererseits mehr zur Aufrechterhaltung der hohen Ertragsbilanzüberschüsse der OPEC-Länder beiträgt als zur Reduktion der Defizite der erdölimportierenden Länder. In dieser Entwicklung spiegelt sich klar die rasch wachsende Abhängigkeit der Vereinigten Staaten von Erdölimporten aus den OPEC-Ländern wider.

Auf dem Gebiet des internationalen Handels verstärkten die in den meisten Ländern immer noch hohen Arbeitslosenzahlen den Druck zu vermehrten protektionistischen Maßnahmen. Die Regierungen der Mitgliedstaaten beschlossen zwar an der OECD-Ministertagung vom 23./24. Juni, die Handelserklärung vom Mai 1974 um ein weiteres Jahr zu verlängern, wonach sie von einseitigen Maßnahmen zur Beschränkung der Importe und anderer Leistungsbilanztransaktionen absehen. Dennoch ist die Tendenz zu vermehrtem Protektionismus in verschiedenen Industrie- und Entwicklungsländern nicht zu übersehen. Wie der Internationale Währungsfonds in seinem

28. Jahresbericht über Handelsrestriktionen ausführt, ist der für die Handelspolitik der Nachkriegszeit charakteristische Trend zum Abbau von protektionistischen Maßnahmen Anfang 1977 deutlich unterbrochen worden. Neben Einfuhrbeschränkungen werden zunehmend auch bilaterale Abkommen über die Beschränkung der Exporte gewisser Produkte abgeschlossen. Die Strategie verschiedener Länder ist offenbar darauf ausgerichtet, durch selektive Maßnahmen den zunehmend stärker werdenden innenpolitischen Druck auf Einführung noch drastischerer Maßnahmen aufzufangen. Die Gefahr liegt jedoch darin, daß einzelne Zugeständnisse sogleich als Präzedenzfälle für ähnliche Forderungen anderer Branchen verwendet werden können. Der Ruf nach vermehrtem Schutz vor Importen kommt vor allem von lohnintensiven Branchen in den «alten» Industrieländern, die sich einer zunehmenden Konkurrenz neuer, aufstrebender Produzenten, insbesondere aus den Entwicklungsländern, ausgesetzt sehen. Aus der Tatsache, daß es sich bei diesen Exportländern vielfach um diejenigen handelt, die nicht zuletzt wegen dem Aufbau ihrer eigenen Industrie gegenüber dem Ausland stark verschuldet sind, ergibt sich ein Widerspruch in der internationalen Wirtschaftspolitik. Einerseits ist man über das Ausmaß der Auslandsverschuldung dieser Länder besorgt und erwartet von ihnen eine Intensivierung ihrer Exportbemühungen, um den Schuldendienst sicherzustellen. Auf der anderen Seite müssen diese Länder jedoch immer mehr mit protektionistischen Maßnahmen der Abnehmerländer rechnen, wenn sich ihre Exportanstrengungen als erfolgreich erweisen.

Streiflichter der Konjunktur im Ausland

In der *Bundesrepublik Deutschland* bestätigte sich in den vergangenen Monaten die verlangsamte konjunkturelle Entwicklung des ersten Quartals. Die industrielle Produktion nahm saisonbereinigt im zweiten Quartal gegenüber den ersten drei Monaten um mehr als 1,5% ab. Im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode lag sie um 2% höher. Die Auftragseingänge in der Industrie stagnierten. Eine leichte Verringerung der inländischen Aufträge wurde kompensiert durch eine entsprechende Zunahme der ausländischen Bestellungen.

Der Außenhandel erholte sich leicht, nachdem er im ersten Quartal gegenüber den letzten drei Monaten des vergangenen Jahres abgenommen hatte. Die Importe erhöhten sich im zweiten Quartal gegenüber dem ersten um 1,4% und die Exporte um 2%. Im ersten Semester 1977 wies die Handelsbilanz einen Überschuß von 18,4 Mrd DM aus gegenüber 16,3 Mrd in der entsprechenden Vorjahresperiode. Der Überschuß der Ertragsbilanz blieb im ersten Semester dieses Jahres mit 5,4 Mrd gegenüber 5,5 Mrd in der Vorjahresperiode praktisch unverändert.

Die zögernde deutsche Konjunkturentwicklung wirkte sich auch auf dem Arbeitsmarkt aus. Die Zahl der Arbeitslosen hat seit Frühjahr weniger abgenommen, als aufgrund der Saisonbewegungen zu erwarten war. Im Juli nahm die Arbeitslosenzahl wieder auf fast eine Million zu und lag 3% über dem Vorjahresstand.

Die Jahresteuern gemessen an den Konsumentenpreisen erhöhte sich von 3,8% im Mai auf 4,3% im Juli. Die Großhandelspreise blieben im Juli praktisch unverändert auf dem Vorjahresniveau, und die Erzeugerpreise industrieller Produkte wiesen eine Erhöhung um 2,2% aus.

In *Frankreich* bestätigte sich die abgeschwächte Entwicklung der inländischen Nachfrage ebenfalls. Die saisonbereinigte jährliche Zuwachsrate der industriellen Produktion hat sich seit Anfang des Jahres laufend zurückgebildet; im Januar betrug sie noch 7%, im Juni nur noch 4%. Die neusten Untersuchungen bei den Unternehmen ergaben, daß sich die Auftragseingänge seit Ende 1976 zurückgebildet haben, die Lagerbestände allgemein als zu hoch bezeichnet werden und die Unternehmen kurzfristig ihre Produktion kaum ausweiten werden.

Der private Konsum, der im April stagnierte und sich im Mai stark zurückbildete, wurde wahrscheinlich durch die ungünstige Beschäftigungslage negativ beeinflusst. Die saisonbereinigte Arbeitslosenzahl erreichte im Juli einen Rekordstand von 1,18 Millionen. Die Zahl der Stellenangebote ist auf das tiefste Niveau seit mehreren Jahren gefallen. Die jährliche Zuwachsrate der Konsumentenpreise, welche im ersten Quartal 9% betrug, erhöhte sich im Juni auf 10,2%.

Der Außenhandel entwickelte sich dagegen günstig. Im zweiten Quartal nahmen die Exporte gegenüber den ersten drei Monaten um 5,9% und gegenüber dem zweiten Quartal 1976 um 17,1% zu. Die Importe blieben bezogen auf das erste Quartal 1977 unverändert, was einer Zunahme von ebenfalls 17,1% gegenüber der Vorjahresperiode gleichkommt. Das Außenhandelsdefizit reduzierte sich demnach deutlich von 6,8 Mrd Francs im ersten Quartal auf 2,15 Mrd in der zweiten Semesterhälfte.

In *Großbritannien* scheiterten die Verhandlungen zwischen der Regierung und den Gewerkschaften über die Erneuerung des Lohnabkommens aus dem Jahre 1975. Die Konsequenzen aus der Rückkehr zum System der freien Lohnverhandlungen zwischen Gewerkschaften und Unternehmen sind schwer abzuschätzen. Es ist jedoch wenig wahrscheinlich, daß die Regierung das gesetzte Ziel erreichen wird, die nominelle Lohnentwicklung in dem Anfang August beginnenden Tarifjahr auf höchstens 10% zu beschränken. Die Abnahme der Reallöhne akzentuierte sich seit Herbst 1976 zunehmend. Die jährliche Zuwachsrate der Löhne betrug im Juni 10%, während die Konsumentenpreise sich um 17,7% erhöhten.

Die Wirtschaftslage hat sich nur unwesentlich verändert. Die industrielle Produktion verharrte seit mehreren Monaten auf dem Vorjahresniveau, und die Arbeitslosenrate, welche von Februar bis Mai auf saisonbereinigter Basis 5,6% betrug, erhöhte sich bis Mitte August auf 6%.

Im zweiten Quartal nahmen die Exporte im Vergleich mit der Vorjahresperiode um 8,2% zu. Die Importe verzeichneten dagegen nur eine Erhöhung um 3,7%. Das Handelsbilanzdefizit konnte denn auch von 968 auf 710

Mio £ abgebaut werden. Das Defizit der Ertragsbilanz verringerte sich ebenfalls von ungefähr 600 Mio im zweiten Quartal 1976 auf rund 350 Mio £ in der gleichen Periode 1977.

Die Entwicklung in *Italien* war gekennzeichnet durch eine Abschwächung der inländischen Nachfrage und eine merkliche Zunahme der Exporte. Die industrielle Produktion erhöhte sich im ersten Semester 1977 gegenüber den ersten sechs Monaten 1976 um 7,5%. Ein Teil dieser Entwicklung ist auf die Erhöhung der Zahl der Arbeitstage zurückzuführen. Die Industrieproduktion verringerte sich jedoch im zweiten Quartal gegenüber dem ersten um 1%. Ebenso reduzierte sich die jährliche Zuwachsrate der Mindesttariflöhne in der Industrie; im März betrug sie 36% und im Juni 29%. Die Erhöhung der Lebenskosten auf Jahresbasis bewegte sich seit April um 20%, während sie im ersten Quartal noch 22% betrug. Beträchtlich war die Abschwächung der Entwicklung der Großhandelspreise, deren jährliche Teuerung sich von 31,2% im Januar auf 24,7% im März und 16,3% im Juni reduzierte.

Die Handelsbilanz wies im zweiten Quartal 1977 ein Defizit von 900 Mrd Lire aus. In der Vorjahresperiode hatte das Defizit 1700 Mrd Lire betragen. Diese Verbesserung resultierte aus einer relativ stärkeren Zunahme der Exporte um 33% gegenüber dem Vorjahr. Die Importe erhöhten sich dagegen nur um 19%, was auch die Abschwächung der inländischen Nachfrage widerspiegelt. Das Zahlungsbilanzdefizit betrug im zweiten Quartal noch 130 Mrd Lire, verglichen mit 1500 Mrd in den ersten drei Monaten 1977 und 1000 Mrd Lire in der Vorjahresperiode.

Nach ersten Schätzungen erhöhte sich das Bruttosozialprodukt in den *Vereinigten Staaten*, berechnet auf Jahresbasis, im zweiten Quartal um 6,1% gegenüber 7,5% im Vorquartal. Der jährliche Anstieg des BSP-Deflators verlangsamte sich von 6,9% im ersten auf 6,7% im zweiten Quartal. Wenn Anfang 1977 vorwiegend der private Konsum wichtigster Wachstumsfaktor war, so verzeichneten nun auch die öffentlichen und privaten Investitionen eine gewisse Belebung.

Im ersten Quartal wurde der private Konsum durch eine bedeutende Reduktion der Sparneigung stimuliert. Diese Tendenz dauerte jedoch in der Folge nicht an, und die Umsätze im Detailhandel stabilisierten sich auf einem Niveau, welches leicht unter demjenigen im März lag. Die Investitionstätigkeit der Unternehmen wurde positiv beeinflusst durch die Verbesserung der Gewinne im zweiten Quartal und der Kapazitätsauslastung. Diese betrug im Juni 83,5% gegenüber 79,8% im Januar.

In der Zeit von April bis Juli blieb die Zahl der Arbeitslosen bei etwas unter 7 Millionen praktisch unverändert, obwohl die Zahl der Beschäftigten um rund 500 000 zunahm. Der Grund für diese Entwicklung ist in der Erhöhung der aktiven Bevölkerung zu sehen. Insbesondere steigt die Anzahl der Frauen, die eine Beschäftigung suchen.

Im Vergleich zum ersten Quartal nahmen die Exporte um 3,4% und die Importe um 4,9% zu. Das Außenhandelsdefizit betrug im zweiten Quartal 6,7 Mrd Dollar und im ersten Semester 12,6 Mrd Dollar. Die Erdölimporte spielten weiterhin eine wesentliche Rolle für die negative Entwicklung der Handelsbilanz.

In *Japan* haben die im April getroffenen Maßnahmen zur Belebung der Wirtschaft – Senkung des Diskontsatzes und Beschleunigung der Realisierung des staatlichen Ausgabenprogramms – bisher kaum eine Wirkung gehabt, und ein neues Stimulierungsprogramm befand sich Ende August in Vorbereitung.

Die jährliche Zuwachsrate der industriellen Produktion, welche im ersten Quartal 8,6% betragen hatte, reduzierte sich in der zweiten Hälfte des ersten Semesters auf 4,9%. Der private Konsum wurde weiterhin durch die schwache Entwicklung der realen Einkommen beeinflusst. Diese stiegen, auf Jahresbasis gerechnet, seit Anfang 1977 ungefähr um 1%. Die Investitionsneigung der Unternehmer blieb trotz der Senkung der Zinssätze weiterhin sehr schwach, da die Kapazitätsauslastung ungenügend war. Der Beschäftigungsgrad lag seit Beginn des laufenden Jahres unter dem Niveau des ersten Semesters 1976.

Die Exporte blieben daher die Hauptstütze der japanischen Wirtschaft. Im Vergleich zum Vorquartal nahmen die Exporte um 11% und die Importe um 5,1% zu. Der Außenhandelsüberschuß erreichte im zweiten Quartal 3,9 Mrd Dollar, gegenüber 2,7 Mrd in der Vorperiode. Die Ertragsbilanz verzeichnete im ersten Semester einen Überschuß von 3,1 Mrd Dollar, beinahe viermal mehr als in der ersten Hälfte 1976.

Das internationale Währungsgeschehen

Bereits an der Tagung des Interimsausschusses des Internationalen Währungsfonds (IWF) im April hatte weitgehend Einigkeit darüber bestanden, daß die erheblichen Ungleichgewichte in den Zahlungsbilanzen verschiedener Länder und Ländergruppen noch einige Zeit anhalten werden und daß es notwendig ist, die Kreditmöglichkeiten über öffentliche Kanäle zur Finanzierung dieser Defizite zu erhöhen. Dabei sollte eine Ausdehnung der finanziellen Mittel des IWF selbst im Vordergrund stehen. Eine vermehrte Finanzierung über den IWF würde es ermöglichen, eine Verbindung zwischen Defizitfinanzierung und Anpassungsprozeß herzustellen, indem Kredite des IWF nur unter der Bedingung gewährt werden, daß das Defizitland geeignete Maßnahmen zur Reduktion seiner Defizite unternimmt.

In diesem Zusammenhang hatte der Interimsausschuß sich grundsätzlich auf die Errichtung einer Sonderfazilität geeinigt, um dem IWF möglichst rasch zusätzliche Mittel zur Verfügung zu stellen. Nach der Tagung vom April hat der IWF seine Arbeiten und Konsultationen über die konkrete Ausgestaltung der neuen Zusatzfazilität aktiv vorangetrieben. Im Juli bereinigte der Exekutivrat weitgehend die Modalitäten für die Beanspruchung

durch die Defizitländer. Am 6. August trafen sich die Finanzminister und Notenbankgouverneure von 14 potentiellen Gläubigerländern in Paris und einigten sich über die Finanzierung der neuen Fazilität. Die vertretenen Länder machten bisher Zusagen für Beiträge von rund 8,5 Mrd Sonderziehungsrechten (SZR): Belgien 150 Mio, Bundesrepublik Deutschland 1050 Mio, Japan 900 Mio, Kanada 200 Mio, Niederlande 100 Mio, Schweiz 650 Mio, Vereinigte Staaten 1450 Mio, Abu Dhabi 100 bis 300 Mio, Iran 700 Mio, Kuwait 400 Mio, Qatar 100 Mio, Saudiarabien 2150 Mio und Venezuela 500 Mio SZR. Die sieben Industrieländer werden somit 4,5 Mrd SZR aufbringen, was etwas mehr als der Hälfte des Gesamtbetrags entspricht. Die bisher fest zugesagten Beiträge der erdölproduzierenden Länder betragen 3,95 bis 4,15 Mrd SZR. Dieser Betrag dürfte sich jedoch noch etwas erhöhen, denn Nigeria hat ebenfalls seine Bereitschaft zu einer finanziellen Beteiligung erklärt, war jedoch noch nicht in der Lage, bereits eine konkrete Zusage abzugeben. Es ist deshalb anzunehmen, daß der Gesamtbetrag umgerechnet gut 10 Mrd Dollar erreichen wird. Zudem wird die Möglichkeit offengelassen, daß sich zu einem späteren Zeitpunkt weitere Länder beteiligen können.

Gemäß Beschluß des Interimsausschusses vom April soll die Verzinsung der neuen Fazilität zu Marktbedingungen erfolgen. In Paris einigte man sich auf die Verzinsung der Darlehen an den IWF zum Satz für fünfjährige amerikanische Schatzscheine, wobei der Zinssatz halbjährlich der Marktentwicklung angepaßt werden soll. Für die erste Periode bis zum 30. Juni 1978 beträgt der Zinssatz 7 Prozent. Das Geldgeberland kann vom IWF die vorzeitige Rückzahlung seines Darlehens verlangen, wenn es selbst in Zahlungsbilanzschwierigkeiten gerät. Zudem können die Forderungen auf den IWF unter gewissen Voraussetzungen auch an Dritte übertragen werden, wobei als Käufer jedoch nur offizielle Stellen in Frage kommen.

Die neue Fazilität, nach dem Namen des Initiators auch als «Witteveen-Fazilität» bekanntgeworden, kann grundsätzlich von allen Mitgliedsländern des IWF beansprucht werden, die sich in ernsthaften Zahlungsbilanzschwierigkeiten befinden und für welche die normalen Ziehungsmöglichkeiten beim IWF nicht ausreichen. In Paris wurde in diesem Zusammenhang der Erwartung Ausdruck gegeben, daß die Entwicklungsländer einen angemessenen Anteil an der neuen Fazilität erhalten sollen. Voraussetzung für die Kreditbeanspruchung ist ein sogenanntes «Stand-by»-Abkommen mit dem Währungsfonds. Darin muß sich das betreffende Land zu einem wirtschaftspolitischen Programm zur Verbesserung seiner Zahlungsbilanz verpflichten, dessen Einhaltung vom IWF überwacht wird. Solche Abkommen sind bereits heute üblich, wenn ein Land seine normalen Kredittranchen beim IWF beanspruchen will.

Die neue Fazilität wird für zunächst zwei Jahre errichtet, d.h. etwa bis zum Inkrafttreten der siebten Quotenerhöhung des IWF. In diesen zwei Jahren können «Stand-by»-Abkommen abgeschlossen werden, welche zur Beanspruchung berechtigen. Diese Abkommen sollen ihrer-

seits für mindestens ein und höchstens drei Jahre gelten, während denen Kredite der neuen Fazilität in einem im Detail noch festzulegenden Verhältnis parallel zu den normalen Kredittranchen beansprucht werden können. Die Kredite selbst sollen eine Laufzeit von drei bis sieben Jahren haben.

Die Beteiligung der Schweiz ist mit 650 Mio SZR (rund 1,8 Mrd Franken) im Vergleich zu den Beiträgen anderer Industrieländer recht hoch. Dies kommt daher, daß für die Bestimmung der individuellen Beiträge vor allem auf die Ertragsbilanzentwicklung und auf die Währungsreserven abgestellt wurde, zwei Kriterien, bei denen die Schweiz gut abschneidet. Der hohe Beitrag läßt sich aber auch dadurch rechtfertigen, daß die Schweiz als stark vom Außenhandel abhängiges Land an einer geordneten Finanzierung der Zahlungsbilanzdefizite besonders interessiert ist.

Der Beitrag der Schweiz wird durch die Nationalbank finanziert, die dem IWF eine Kreditlimite von 650 Mio SZR einräumt. Für die effektiven Zahlungen stellt die Nationalbank Dollars aus ihren Währungsreserven zur Verfügung und erhält dafür eine auf Sonderziehungsrechte lautende Forderung an den IWF. Die Nationalbank benötigt für diese Operation keine Garantie des Bundes, da durch eine besondere Liquiditätsklausel in der Vereinbarung mit dem IWF sichergestellt wird, daß die Vorschriften des Nationalbankgesetzes über die Verfallzeit der Anlagen eingehalten werden.

An den Devisenmärkten wurde die während einiger Zeit relativ ruhige Entwicklung Anfang Juli durch eine neue Unruhe abgelöst. Im Mittelpunkt des Geschehens stand der amerikanische Dollar, der sich gegenüber den meisten Währungen abschwächte. Die Ursache lag einerseits in den seit Jahresbeginn eher noch ansteigenden monatlichen Defiziten der amerikanischen Handelsbilanz, die im Juni einen neuen Rekordstand von über 2,8 Mrd Dollar erreichten. Daneben verfehlten die bereits erwähnten wiederholten amerikanischen Hinweise auf die notwendige Höherbewertung der Währungen von Ländern mit Ertragsbilanzüberschüssen ihre Wirkung nicht. Der Dollar wurde denn auch insbesondere gegenüber D-Mark, Yen und Schweizerfranken tiefer bewertet, aber auch gegenüber Währungen wie dem britischen Pfund und dem französischen Franc. Die Abschwächung erfolgte, obwohl sich die Wirtschaft in den Vereinigten Staaten weiterhin positiv entwickelte und die kurzfristigen Zinssätze seit Anfang Mai eher nach oben tendierten.

Gegen Ende Juli wiesen insbesondere Vertreter des amerikanischen Notenbanksystems auf die negativen Auswirkungen eines zu raschen Kurszerfalls des Dollars auf die Inflationsentwicklung hin. Dies erweckte die Erwartung amerikanischer Interventionen zur Kursstützung. Etwa gleichzeitig verzeichneten die kurzfristigen Zinssätze erneut einen deutlichen Anstieg, da die Währungsbehörden auf das rasche Geldmengenwachstum mit einem etwas restriktiveren Kurs reagierten. Beide Faktoren zusammen bewirkten eine vorübergehende Befestigung des Dollars. In der zweiten Augusthälfte schwächte sich

jedoch der Dollar erneut ab und sank auf einen neuen Tiefststand gegenüber dem Franken.

Der japanische Yen geriet ganz besonders in die Schußlinie der amerikanischen Vorwürfe, da Japan bereits seit dem vergangenen Jahr in seinem Handel mit den Vereinigten Staaten stark ansteigende Überschüsse verzeichnet. Japan sah sich dadurch veranlaßt, die Interventionen zur Stabilisierung seines Wechselkurses weitgehend aufzugeben. Zwischen dem 24. Juni und dem 11. Juli sank der US-Dollar in Tokio von 272 auf 263 Yen. Der Yen ist damit gegenüber dem Dollar seit Jahresanfang um rund 10% gestiegen. Zur Stärke des Yen trugen auch die weiterhin steigenden Handels- und Ertragsbilanzüberschüsse bei. Die auf die Stimulierung der weiterhin relativ schwachen Inlandkonjunktur ausgerichtete Wirtschaftspolitik führte zu einer weiteren Senkung der internen Zinssätze. Da sich diese nun etwa auf dem Niveau der Sätze auf den internationalen Kapitalmärkten befinden, ist das Interesse des Auslandes an der Kapitalaufnahme in Japan gestiegen. Zudem erlauben die japanischen Behörden neuerdings auch die Verwendung des Yen für internationale Anleihen. Diese Entwicklungen entsprechen den japanischen Bestrebungen, die Rolle des Yen als internationale Währung zu verstärken.

Das britische Pfund profitierte weiterhin von den günstigeren Ertragsbilanzaussichten aufgrund des Nordseeöls und wurde durch das Auslaufen des Lohnabkommens zwischen Regierung und Gewerkschaften nur vorübergehend negativ beeinflusst. Großbritannien verzeichnete in der Berichtsperiode erhebliche Kapitalzuflüsse, die durch die Interventionen am Devisenmarkt zur Stabilisierung des Pfundkurses bei 1,72 Dollar zu einer starken Zunahme der Währungsreserven führten. Diese stiegen im Juni und Juli um über 3,5 auf 13,4 Mrd Dollar an. Die Dollarschwäche im Juli verstärkte die Kapitalzuflüsse und veranlaßte die Bank of England, die Stabilisierung des Pfundes bei 1,72 Dollar am 27. Juli aufzugeben. Der Kurs stieg in der Folge auf etwa 1,74 Dollar an, wobei die Währungsbehörden weiterhin Dollars übernahmen. Das Zinsniveau in Großbritannien war weiterhin rückläufig, und in der ersten Augushälfte wurde die minimum lending rate in zwei Schritten von 8 auf 7% reduziert.

Die Kursentwicklung der D-Mark spiegelte weitgehend die Schwäche des Dollars wider. Während der Kurs im Juni bei etwa 2,35 pro Dollar ziemlich konstant blieb, sank der Dollar in Frankfurt bis gegen Ende Juli auf unter 2,25. Auch die Senkung des Lombardsatzes per 15. Juli von 4,5 auf 4% vermochte den Kursanstieg der D-Mark vorerst nicht aufzuhalten. Eine Tendenzwende trat erst gegen Ende Juli mit der Erholung des Dollars ein. In der Folge schwächte sich die D-Mark auch gegenüber dem Schweizerfranken und innerhalb der europäischen Währungsschlange leicht ab. Dies dürfte auf die wieder unsicherer gewordene Wirtschaftsentwicklung und auf den Rückgang der Zinssätze in der Bundesrepublik zurückzuführen sein. Zudem senkte die Bundesbank per 1. September die Mindestreserven um 10% und erhöhte die Rediskontkontingente.

Die französische Währung befestigte sich gegenüber dem Dollar im Verlaufe des Juli ebenfalls deutlich, wozu auch das in Frankreich immer noch hohe Zinsniveau beitrug. Die italienischen Währungsbehörden benutzten die Dollarschwäche vor allem zur Erhöhung der eigenen Devisenreserven. Der Kurs der Lira blieb deshalb relativ stabil. Dagegen nahmen die Devisenreserven beträchtlich zu, und Italien sah sich in der Lage, dem Internationalen Währungsfonds in der zweiten Julihälfte 700 Mio Sonderziehungsrechte eines 1974 gewährten Kredits zurückzahlen. Ebenso wurde bereits am 13. Juni der Diskontsatz vom bisherigen Rekordstand von 15% auf 13% reduziert, und am 26. August erfolgte eine weitere Reduktion auf 11,5%.

In der europäischen Währungsschlange traten am 28. August erneut Verschiebungen ein. Dänemark und Norwegen reduzierten die Interventionskurse ihrer Währungen um 5%. Schweden wertete um 10% ab und trat aus dem Währungsverbund aus, wobei die Absicht besteht wieder beizutreten, sobald ein besseres ausenwirtschaftliches Gleichgewicht erreicht ist.

Bei den übrigen Währungen ist vor allem die am 12. Juli erfolgte Kursfreigabe der spanischen Peseta zu erwähnen, die zu einer Abwertung um rund 20% gegenüber dem US-Dollar geführt hat. Die Abwertung ist Teil eines wirtschaftspolitischen Sanierungsprogramms zur Beseitigung der erheblichen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte.

Nachdem der Goldpreis im April mit 154 Dollar pro Unze den höchsten Stand seit Herbst 1975 erreicht hatte, schwächte er sich bis Mitte Juni kontinuierlich bis auf 137 Dollar ab. In der Folge erholte er sich jedoch wieder und lag gegen Ende August bei 145 Dollar. Die Goldauktionen des IWF in den vergangenen drei Monaten erfolgten zu Preisen von 143,32, 140,26 und 147,02 Dollar pro Unze.

Die wirtschaftliche Entwicklung der Schweiz

Die konjunkturelle Lage hat sich gegenüber der vorangegangenen Berichtsperiode weiter verbessert und gefestigt, wobei sich das Wachstumstempo bei unterschiedlichem Branchenverlauf allerdings geringfügig abschwächte. Anzeichen deuten darauf hin, daß alle bedeutenderen Industriezweige – mit Ausnahmen im Bausektor – Produktionszunahmen verzeichneten, was die Diskrepanzen in der Entwicklung der verschiedenen Branchen etwas abgebaut haben dürfte.

Die leichte Verlangsamung des Wachstumsrhythmus beruht auf einer geringfügigen Abschwächung der Zunahme der Exportnachfrage, die aber noch deutlich über den entsprechenden Vorjahreswerten lag. Die Auslandnachfrage dürfte denn auch noch immer die Hauptstütze der konjunkturellen Entwicklung darstellen, obschon ein Nachziehen der Binnennachfrage unverkennbar ist. Einerseits hat die private Konsumneigung zugenommen; auf

der andern Seite dürften verstärkte Impulse von den industriellen Investitionen ausgegangen sein. Die Anzahl begutachteter Planvorlagen für den industriellen Bau weist in diese Richtung. Auch im städtischen Wohnungsbau scheint sich eine leichte Belebung abzuzeichnen. Ebenso meldet der SIA eine gewisse Stabilisierung der Auftragslage bei den Architektur- und Ingenieurbüros. Insgesamt gesehen ist nach dem lang anhaltenden Rückschlag in der Bauwirtschaft eine Tendenz zur Stabilisierung, allerdings auf sehr tiefem Niveau, festzustellen.

Die gesamtwirtschaftliche Produktionssteigerung hatte einen weiteren Abbau der Ganzarbeitslosigkeit sowie der Kurzarbeit zur Folge. Abgesehen von regionalen und branchenweisen Unterschieden dürfte somit die Wirtschaft als praktisch vollbeschäftigt gelten. In einzelnen Sektoren wurde sogar ein Personalmangel akut. Auch sind Anzeichen dafür vorhanden, daß sich vermehrt Personalfluktuationen einstellen, was als Indiz für eine aus der Sicht der Arbeitnehmer verbesserte Arbeitsmarktsituation aufgefaßt werden kann.

An der Preisfront trat in der Berichtsperiode keine wesentliche Änderung ein. Die vom Konsumentenpreisindex in den Monaten Juni und Juli gegenüber den vorgegangenen Monaten und im Vorjahresvergleich ausgewiesene leichte Beschleunigung des Preisauftriebs war zum großen Teil witterungs- und saisonbedingt. Auf der Großhandelsstufe war eine deutliche Verflachung des Preisanstiegs festzustellen, was auf eine Abschwächung der Teuerung bei den Importwaren und ein praktisch nach wie vor stabiles Inlandpreisniveau zurückzuführen war.

Auf die verbesserte Konjunkturlage wiesen ebenfalls monetäre Faktoren hin. So hat sich das Wachstum der inländischen Kredite von Monat zu Monat beschleunigt. Ebenso von Bedeutung ist die deutliche Zunahme der Kreditzusagen bei den Debitoren im zweiten Quartal, und auch der deutlich gestiegene Bargeldumlauf läßt auf ein höheres Transaktionsvolumen schließen.

Die bedeutendsten Impulse für das Wachstum dürften von der ausländischen Nachfrage ausgegangen sein. Im zweiten Quartal wurde ein Rekordausfuhrergebnis (10,4 Mrd Franken) erzielt. Damit setzte sich der seit Beginn des Jahres 1976 zu verzeichnende Exportanstieg fort. Die Zunahme gegenüber dem Vorjahr betrug nominal 12,4% und real 9,0% (Juli nominal +14,0%, real +10,9%). Nach Wirtschaftszweigen gegliedert, verzeichnete die Nahrungs- und Genußmittelindustrie (2. Quartal 1977/76: nominal +24,2%, real +17,3%, Juli real +15,2%) den stärksten Exportzuwachs, gefolgt von der Metallindustrie (2. Quartal 1977/76: real +6,2%, Juli +12,7%). Einen im Vergleich zur Vorperiode auffallenden Auftrieb erfuhren die Uhrenexporte (2. Quartal 1977/76: nominal +15,7%, real +14,3%, Juli nom. +9,0%, real +12,6%). Die chemische Industrie erreichte eine Steigerung ihrer Lieferungen an das Ausland von real 2,4% im zweiten Vierteljahr (im Jahresvergleich) und im Juli von real 2,3%. Volumenmäßig praktisch stabil blieben die Ausfuhren der Textil- und Bekleidungsindustrie (+0,4% im 2. Quartal 1977/76, Juli +4,6%). Wie aus den Konjunkturtests des Insti-

tuts für Wirtschaftsforschung hervorgeht, sind der Auftragszugang – allerdings vor allem saisonal bedingt – und der Auftragsbestand leicht zurückgegangen.

Angesichts der eher geringen Investitionsneigung im Ausland blieben die Exporte von Maschinen und Apparaten leicht hinter dem Durchschnitt der Gesamtausfuhren zurück. Der volumenmäßige Exportzuwachs belief sich im zweiten Vierteljahr verglichen mit der Referenzperiode des Vorjahres auf 1,9%, im Juli lagen die Ausfuhren um 9,6% über dem Vorjahreswert. Hingegen stiegen die Umsatzziffern und der Auftragsbestand. Letzterer erreichte im zweiten Quartal 7,5 Monate (1. Quartal 1977: 7,4 Monate).

Die fortschreitende konjunkturelle Belebung zeigte sich auch aus der Entwicklung der Inlandnachfrage. So stieg nicht nur die private Konsumnachfrage, sondern auch die Importe erfuhren eine spürbare Ausdehnung. Mit Einfuhren von 10,8 Mrd Franken wurde beinahe das Rekordergebnis des zweiten Quartals 1974 erreicht. Der im Vorjahresvergleich starke Anstieg der Einfuhren (2. Quartal 1977/76: real +10,0%, nominal +21,8%, Juli real +7,9%, nominal +16,8%) beruhte auf einer weiteren Zunahme der Rohstoff- und Halbfabrikateinfuhren (2. Quartal 1977/76: real +9,8%, nominal +26,4%, Juli real +3,1%, nominal +14,0%) und der Konsumgütereinfuhren. Bei letzteren fiel die große Nachfrage nach dauerhaften Konsumgütern und insbesondere nach Automobilen ins Gewicht. Die Lieferungen von Investitionsgütern lagen wertmäßig im zweiten Quartal 1977 17,1% über dem Vorjahresstand. Real betrug der Anstieg 9,9%. Im Juli verstärkte sich der Zuwachs noch (nominal +26,0%, real +22,3%).

Bei den Einfuhrpreisen war gegenüber der Vorperiode ein deutlicher Auftrieb zu verzeichnen. Die Jahreszuwachsrate der Preismittelwerte erhöhte sich von 6,5% im ersten Quartal auf 10,7% im zweiten Quartal (Juli +8,3%). Es geht aus diesem Index nicht eindeutig hervor, ob Preiserhöhungen den Anstieg bewirkt haben oder ob Veränderungen in der Warenstruktur eingetreten sind. Ein Vergleich mit dem Großhandelspreisindex zeigt immerhin, daß bei einzelnen importierten Waren, so z.B. bei den Nahrungsmitteln, innert Jahresfrist zum Teil erhebliche Preiserhöhungen erfolgten (Juni 1977/76: +27%, Juli +22%).

Da die Importe in der Berichtsperiode stärker zunahmen als die Exporte, resultierte ein Passivsaldo der Handelsbilanz von 443 Mio Franken im zweiten Quartal (1. Quartal 1977: – 496,5 Mio Franken). Im Juli überstiegen die Exporte die Einfuhren um 5,4 Mio Franken: Trotzdem dürfte die Tendenz zur Passivierung der Handelsbilanz weiterhin anhalten.

Der private Konsum hat ebenfalls eine Belebung erfahren. Wie aus Berichten des Instituts für Wirtschaftsforschung an der ETH hervorging, konnte bei den Detailisten eine eindeutige Umsatzsteigerung sowohl bei den Lebensmitteln als auch bei den übrigen Produkten beobachtet werden. Im Nahrungsmittelsektor waren die Um-

sätze sogar überdurchschnittlich gestiegen. Die Steigerungen übertrafen teilweise sogar die bereits positiven Erwartungen. Die Umsatzentwicklung verlief allerdings regional recht unterschiedlich. So wurden insbesondere aus den Grenzregionen stark gestiegene Verkaufsergebnisse gemeldet, eine Entwicklung, die im Zusammenhang mit den Wechselkursverhältnissen und den praktisch stabilen Preisen steht. Aber auch in den Einkaufszentren, die nahe den Großstädten liegen, konnten überdurchschnittliche Umsätze registriert werden. Im Dreimonatsdurchschnitt erfuhr die Kleinhandelsumsätze im Total der erfaßten Betriebe eine reale Steigerung um 2,5% (nominal 1,4%).

Angesichts der weiteren Ausdehnung der Gesamtnachfrage dürfte auch eine Zunahme der industriellen Produktion eingetreten sein. Gemäß Konjunkturtest des Instituts für Wirtschaftsforschung trifft dies insbesondere für die Maschinen- und Apparateindustrie, für die chemische Industrie, für die Metallindustrie sowie für die Textil- und Bekleidungsindustrie zu.

Nach wie vor rückläufig war allerdings die Wohnungsproduktion. In den 92 Städten wurden im zweiten Quartal 28,4% weniger Wohnungen neu erstellt als ein Jahr zuvor. Der Rückgang hat sich damit – gemessen an den Jahreszuwachsrate – weiter abgeschwächt. Die Baubewilligungen nahmen hingegen im Vorjahresvergleich um 36,2% zu. Dies war der erste Anstieg seit dem zweiten Quartal 1972. Saisonale Faktoren dürften bei dieser Zunahme eine Rolle gespielt haben. Aufgrund der Angaben über die neubewilligten Baukredite bei 59 Banken hielt der Aufschwung beim Einfamilienhausbau an.

Im industriellen Bau scheint eine deutliche Klimaverbesserung eingetreten zu sein. Bei den eidgenössischen Arbeitsinspektoren wurden 16% mehr Planvorlagen zur Begutachtung vorgelegt als in der Referenzperiode des Vorjahres. Am auffälligsten war dabei die Zunahme für Neu- und Erweiterungsbauten (+53,4% innert Jahresfrist) und Umbauten (+40,7%). Aufgrund dieser Statistik ist der Investitionsbedarf in der chemischen Industrie, der Nahrungs- und Genußmittelindustrie, in der Maschinen-, Apparate- und Fahrzeugindustrie sowie in der Textilindustrie am größten.

Gegenüber dem ersten Quartal reduzierte sich die Zahl der Ganzarbeitslosen um 5444 auf durchschnittlich 12 084. Ende Juli wurden 8746 Ganzarbeitslose gezählt, während bei den kantonalen Arbeitsämtern 6924 offene Stellen gemeldet waren. Dabei stellten sich auch hier regionale und branchenweise Unterschiede heraus. Insbesondere in der Textilindustrie der Ostschweiz machte sich ein Mangel an ungelerten Arbeitnehmern bemerkbar, weshalb eine Lockerung der Kontingentierung von ausländischen Arbeitskräften gefordert wurde.

Trotz einer leichten Erhöhung der Jahreszuwachsrate des Konsumentenpreisindex in den Monaten Juni (+1,8%) und Juli (+1,6%) herrscht nach wie vor weitgehend Preisniveaustabilität. Vor allem aus saisonalen und witterungsbedingten Gründen war bei den Nahrungsmit-

telpreisen ein Anziehen zu verzeichnen, das insbesondere durch rückläufige Erdölpreise teilweise kompensiert wurde.

Auf der Großhandelsstufe machte sich im Quartalsdurchschnitt eine leichte Abschwächung des Anstiegs bemerkbar. Im Mai lag der Index noch 1,4% über dem Vorjahresstand, während im Juli das Vorjahresniveau erreicht wurde. Der Preisanstieg bei den Importwaren bildete sich als Resultat gegenläufiger Preisentwicklungen zurück, während der Index der Inlandwaren praktisch auf dem Niveau des Vorjahres verharrte.

Die Entwicklung am Geld- und Kapitalmarkt

Das Wachstum der Geldmenge M_1 (Bargeldumlauf und inländische Sichteinlagen des Nichtbankensektors) bewegte sich im zweiten Quartal 1977 im Bereiche der von der Nationalbank für das Jahr 1977 anvisierten Zielgröße von 5%. Nachdem die durchschnittliche Geldmengenerweiterung im ersten Quartal des laufenden Jahres noch 7,9% betragen hatte, sank sie im Verlaufe des zweiten Quartals sukzessive auf 3,5% (Ende Juni), so daß das Geldmengewachstum im Durchschnitt des zweiten Quartals noch 4,6% betrug.

Der Bargeldumlauf erhöhte sich im zweiten Quartal im Zuge der konjunkturellen Erholung um durchschnittlich 5,7% gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode. Demgegenüber war bei den Sichtdepositen des inländischen Nichtbankensektors eine deutliche Wachstumsverlangsamung zu verzeichnen. Die durchschnittliche Jahreszuwachsrate der Sichteinlagen reduzierte sich von 9,4% im ersten Quartal auf 4,0% im zweiten Quartal 1977. Die Gründe für das abgeschwächte Wachstum der Sichtdepositen lagen einerseits in der Entwicklung der von der Nationalbank kontrollierten bereinigten monetären Basis, die im Interesse der Erhaltung der Geldwertstabilität im Durchschnitt des ersten Semesters 1977 im Vergleich zum ersten Halbjahr 1976 um 2% reduziert wurde. Andererseits stiegen die kurzfristigen Zinssätze im Verlaufe des ersten Semesters vorübergehend deutlich und ließen damit Festgeldanlagen wieder attraktiver erscheinen. Während im vergangenen Jahr infolge der tiefen Festgeldsätze Umlagerungen von Zeit- auf Sichteinlagen zu registrieren waren, trat im zweiten Quartal 1977 eine umgekehrte Entwicklung ein. Die Zeitdepositen erfuhr im Juni 1977 im Vorjahresvergleich einen Anstieg um 14,3%, nachdem sie im entsprechenden Vorjahresmonat um 10,1% abgenommen hatten. Andererseits reduzierte sich die jährliche Wachstumsrate der Sichteinlagen von 15,5% im Juni 1976 auf 2,3% im Juni 1977. Diese Entwicklung der Sichteinlagen schlug sich in einer entsprechenden Verlangsamung der Geldmengenerweiterung (M_1) nieder.

Der schweizerische Geldmarkt befand sich in der Periode Juni bis August in ausreichend liquider Verfassung, die sich in rückläufigen Geldmarktsätzen widerspiegelte. Die kurzfristigen Zinssätze stiegen im Monat Mai im An-

schluß an das Bekanntwerden erheblicher Verluste der Filiale Chiasso der Schweizerischen Kreditanstalt aufgrund einer erhöhten Liquiditätspräferenz des Bankensystems merklich an und bewirkten Störungen auf dem Kapitalmarkt. Die Nationalbank trug dieser Entwicklung Rechnung, indem sie die Liquiditätsversorgung der Banken etwas großzügiger gestaltete. Sie konnte dies angesichts der zielgerechten Geldmengenentwicklung im zweiten Quartal durchaus verantworten, zumal stets Wert darauf gelegt wurde, bei der Verfolgung der geldmengenpolitischen Zielsetzung die Zins- und Wechselkursentwicklung nicht aus den Augen zu verlieren. Als anfangs Juli der amerikanische Dollar gegenüber sämtlichen wichtigen Währungen eine Abschwächung erfuhr, war die großzügigere Liquiditätsversorgung auch aus wechselkurspolitischen Erwägungen erwünscht, konnte doch damit die Zinsdifferenz zwischen Franken- und Dollaranlagen wieder vergrößert werden.

Bereits zu Beginn der Berichtszeit (anfangs Juni) zeichnete sich am Geldmarkt eine Entspannung ab, die am 10. Juni eine Reduktion des Festgeldsatzes für Gelder auf 3-5 Monate um $\frac{1}{4}\%$ auf $3\frac{1}{4}\%$ zur Folge hatte. Die Rückzahlung der Mai-Ultimofinanzierungshilfen gestaltete sich problemlos, da sich wie üblich der Notenumlauf zurückbildete und zudem die Dollarkäufe der Nationalbank am Devisenmarkt die Dollarabgaben im Rahmen des bewilligungspflichtigen Kapitalexports überstiegen. Mitte Juni beliefen sich die Giro Guthaben der Wirtschaft einschließlich Dollar-/Frankenswaps im Betrag von 0,75 Mrd auf 6,3 Mrd Franken.

Die Nationalbank gab den Banken frühzeitig bekannt, sie werde für die Abwicklung des Semesterultimo für Girogelder in der Höhe von rund 10,5 Mrd Franken sorgen, und bewirkte damit, daß die gewöhnlich vor geldwirtschaftlichen Spitzenterminen auftretende Unsicherheit und die damit einhergehenden Zinssatzsteigerungen ausblieben. In der zweiten Junihälfte wurde der Geldmarkt durch den Abschluß von Ultimoswaps und die im Zusammenhang mit Kurspflegeoperationen am Devisenmarkt erfolgten Dollarkäufe alimentiert.

Am Semesterende lagen die Giro Guthaben der Wirtschaft mit 10,8 Mrd Franken geringfügig über dem in Aussicht genommenen Stand. Die Abwicklung der Ultimotransaktionen bereitete damit keinerlei Probleme. Die kurzfristigen Überbrückungshilfen der Nationalbank beliefen sich auf insgesamt 5,1 Mrd Franken. Davon entfielen 2,6 Mrd auf Ultimoswaps, 1,8 Mrd auf zusätzliche Diskont- und Lombardkredite und 0,7 Mrd auf die vorübergehende Rückgabe von Sterilisierungsreskriptionen.

In der ersten Juliwoche bildeten sich die Giro Guthaben der Wirtschaft aufgrund der Rückzahlung der Ultimofinanzierungshilfen auf 6,7 Mrd Franken zurück. Die in der ersten Julihälfte im Zusammenhang mit der Dollarschwäche erfolgten Interventionskäufe am Devisenkassamarkt wurden durch Dollarabgaben für konversionspflichtige Kapitalexporte und durch den Abschluß von liquiditätsabsorbierenden Franken-/Dollar-Swaps in Höhe von 0,5 Mrd Franken mehr als kompensiert. In der zweiten Julihälfte

wurden den Banken durch den Anstieg des Notenumlaufs und der Zunahme der Giro Guthaben des Bundes bei der Nationalbank weitere Mittel entzogen, so daß die Giro Guthaben der Wirtschaft eine Woche vor Monatsende auf 5,8 Mrd Franken zurückfielen.

Auf den Juli-Ultimo hin verschafften sich die Banken zusätzliche Marktmittel im Betrage von 1,3 Mrd Franken, indem sie für 1,1 Mrd Diskont- und Lombardkredite beanspruchten und für 0,2 Mrd Franken Sterilisierungsreskriptionen pensionierten. Zudem gelangten die Mitte Juli abgeschlossenen Franken-/Dollarswaps vor dem Monatsende zur Fälligkeit, so daß die Girogelder von Banken, Handel und Industrie Ende Juli auf 7,7 Mrd Franken anstiegen und eine reibungslose Abwicklung der Ultimotransaktionen ermöglichten.

In der ersten Augushälfte schloß die Nationalbank zur vorübergehenden Liquiditätsabschöpfung mit den Banken erneut Franken-/Dollarswaps ab. Außerdem gelangten Mitte August dreimonatige Dollar-/Frankenswaps in Höhe von 0,5 Mrd Franken zur Fälligkeit und führten ebenfalls zu einem Mittelentzug. Die Dollareingänge aus Interventionskäufen am Devisenmarkt wurden durch Dollarabgaben für konversionspflichtige Kapitalexportgeschäfte ungefähr kompensiert. Mitte August beliefen sich die Giro Guthaben der Wirtschaft bei der Nationalbank auf 6,1 Mrd Franken. In der zweiten Augushälfte überstiegen die im Zusammenhang mit den neuerlichen Währungsunruhen verstärkten Interventionskäufe am Devisenkassamarkt die Dollarabgaben im Rahmen der Ultimofinanzierungshilfen der Nationalbank betragen insgesamt 1,6 Mrd Franken. Davon entfielen 0,2 Mrd auf Ultimoswaps, 1,2 Mrd auf den Anstieg der Diskont- und Lombardkredite und 0,2 Mrd auf die vorübergehende Mobilisierung von Sterilisierungsreskriptionen.

Die Entwicklung der Zinssätze war in der Berichtsperiode (Juni bis August) durch eine nachhaltige Baisse auf breiter Front gekennzeichnet. Der Eurofrankensatz für Dreimonatsdepots, der im Mai vorübergehend auf $4\frac{3}{4}\%$ angestiegen war, sank bis Ende August kontinuierlich auf $2\frac{1}{8}\%$. Die Festgeldsätze der Großbanken wurden in vier Schritten (10. Juni, 1. Juli, 15. Juli, 4. August) auf $2\frac{1}{4}\%$ für 3-5monatige Gelder ($-1\frac{1}{4}\%$), $2\frac{1}{4}\%$ für Depots von 6-11 Monaten ($-\frac{3}{4}\%$) und 3% für Jahresgeld ($-\frac{1}{2}\%$) reduziert. Mit Wirkung ab 15. Juli senkte sodann die Nationalbank aus wechselkurspolitischen Gründen den Diskont- und Lombardsatz um je $\frac{1}{2}\%$ auf $1\frac{1}{2}\%$ resp. $2\frac{1}{2}\%$. Im Anschluß daran erfuhr ab 18. Juli auch der Diskontsatz für Pflichtlagerwechsel eine Reduktion um $\frac{1}{4}\%$; die neuen Sätze lauten $1\frac{1}{4}\%$ für Lebens- und Futtermittel und 2% für übrige Waren.

Die Zinssätze für Kassenobligationen und Spareinlagen blieben in der Berichtszeit unverändert. Dagegen reduzierten verschiedene Bankinstitute ab 1. Juli die Zinssätze für bestehende und neue Hypotheken. Der Durchschnittssatz von 12 Kantonalbanken für bestehende erste Hypotheken fiel von $5,44\%$ anfangs Juni auf $5,06\%$ Ende August.

Die durchschnittliche Verzinsung von neuen ersten Hypotheken erfuhr in derselben Periode bei den 12 Kantonalbanken eine Reduktion von 5,17% auf 5,06%.

Die Durchschnittsrendite eidgenössischer Obligationen erreichte in der ersten Junihälfte mit 4,59% ihren Jahreshöchstwert, sank jedoch in der Folge wieder auf 4,09% Ende August.

Der Kapitalmarkt war in der Berichtszeit (Juni bis August) durch eine nachhaltige Stabilisierung und Entspannung gekennzeichnet, nachdem im Mai aufgrund der hohen Geldmarktsätze ein starker Kurszerfall eingetreten war. Die im Juni vorgenommene Nominalzinserhöhung für Kantonsanleihen auf 4½% (+¼%) bei gleichzeitiger Laufzeitverkürzung auf 8 Jahre wirkte sich positiv auf das Marktklima aus. Kraftwerkanleihen wurden im Juni mit einem Coupon von 4¼% auf 8 Jahre fest aufgelegt, nachdem sie im Vormonat noch zu 4¼% auf 12 Jahre begeben wurden. Kernkraftwerkanleihen erfuhren eine Nominalzinssatzerhöhung um ½ Prozentpunkte auf 5½%, und die Frankenanleihen ausländischer Schuldner wurden im Juni zu 5¼% (+¼%) emittiert. Mit der Verbesserung der Konditionen wurde der Entwicklung am Sekundärmarkt Rechnung getragen. Sie bewirkte eine merkliche Beruhigung am Emissionsmarkt, die auch durch die sinkenden Geldmarktsätze gefördert wurde. Die Durchschnittsrendite eidgenössischer Obligationen fiel vom Jahreshöchstwert von 4,59% in der ersten Junihälfte bis am Semesterende wieder auf 4,42% zurück.

Ende Juni übernahm die Nationalbank von der Schweizerischen Kreditanstalt Obligationen der öffentlichen Hand im Betrag von 243 Mio Franken, in der Absicht, störende Einflüsse, die im Zusammenhang mit dem Verkauf dieser Titel am Obligationenmarkt hätten auftreten können, zu vermeiden.

Die für die Emissionskontrolle zuständige Kommission konnte wiederum sämtliche angemeldeten Anleihen berücksichtigen. Das Programm für das dritte Quartal 1977 sieht 34 Anleihen im Gesamtbetrag von 1637 Mio Franken vor. Davon entfallen 438 Mio Franken auf Konversionen, so daß sich das Neugeldvolumen auf 1199 Mio Franken beläuft. Dieser Neugeldbetrag bleibt um rund 240 Mio hinter jenem des dritten Quartals 1976 zurück, liegt hingegen um rund 70 Mio Franken über dem Emissionsprogramm für das zweite Quartal 1977.

Der Emissionsplafond für öffentliche Anleihen ausländischer Schuldner wurde für die Periode Juli/August unverändert auf insgesamt rund 500 Mio Franken festgelegt. Frankenanleihen internationaler Organisationen fallen nach wie vor außerhalb des Plafonds. Die Begebung von mittelfristigen Schuldverschreibungen («Notes») sowie die Gewährung von Krediten an ausländische Schuldner unterliegen wie bisher betragsmäßig keiner Beschränkung.

Die vor der vom 11. Juli bis 8. August dauernden Emissionspause aufgelegten Anleihen fanden guten Absatz und notierten im vorbörslichen Handel über pari. Die

freundliche Stimmung dauerte während der Sommerpause an, so daß die eidgenössische Obligationenrendite Ende Juli bei 4,22% lag und bis Mitte August weiter bis auf 4,10% zurückfiel. Diese günstige Entwicklung am Kapitalmarkt gestattete es den Emissionsinstituten, im August die Coupons wieder zu reduzieren und die Laufzeiten zu verlängern. Die Nominalzinssätze der auf Franken lautenden Anleihen erstklassiger ausländischer Schuldner wurden von 5½% auf 5¼% herabgesetzt. Die Schweizerische Bankgesellschaft gelangte nach der Emissionspause als erste inländische Schuldnerin mit einer 4½%-Anleihe an den Markt, nachdem der Schweizerische Bankverein im Juli noch 4¼% für die gleiche Laufzeit von 12 Jahren offerierte. Der sehr gute Zeichnungserfolg bei der SBG-Anleihe ermöglichte auch Couponsreduktionen bei Kraft- und Kernkraftwerkanleihen. Da die Rendite der 4½%-Kantonsanleihen mit achtjähriger Laufzeit im Laufe des Monats auf gegen 4% zurückfiel, schwächte sich die Konkurrenz dieser Titel zu den Kassenobligationen der Banken deutlich ab, so daß die Kassenobligationensätze unverändert belassen werden konnten.

Ende August errechnete sich die durchschnittliche Rendite der Bundesobligationen mit 4,09%. Der Kanton Neuenburg legte eine Anleihe zu 4¼% mit einer Laufzeit von 13 Jahren auf, und der Nominalzinssatz erstklassiger ausländischer Schuldner wurde nochmals um ¼% auf 5% reduziert.

An den Devisenmärkten traten in der Zeit von Juni bis August nach einer längeren Phase relativer Stabilität wieder Verschiebungen in den Kursrelationen auf. Obwohl sich die Zinssatzdifferenz zwischen Franken- und Dollaranlagen deutlich vergrößerte, geriet der US-Dollar aus den bereits erwähnten Gründen unter erheblichen Druck. Die Nationalbank reagierte Mitte Juli auf die Dollarschwäche mit einer Reduktion des Diskont- und Lombardsatzes um je ½% und verstärkte außerdem ihre Interventionstätigkeit in Koordination mit ausländischen Notenbanken.

Der Dollar notierte anfangs Juni gegenüber dem Schweizerfranken noch mit 2,50, sank bis Ende Juni auf 2,46 und erreichte am 26. Juli vorübergehend 2,3770. In der Folge erholte sich der Dollarkurs bis Mitte August wieder bis auf 2,44, schwächte sich jedoch in der zweiten Augushälfte erneut ab und notierte Ende August mit 2,39, nachdem er vorübergehend mit 2,3690 einen neuen Tiefststand erreicht hatte. Gegenüber der D-Mark, dem holländischen Gulden und dem japanischen Yen resultierte in der Berichtsperiode ebenfalls eine leichte Höherbewertung.

Der mit den Exporten nach den 15 wichtigsten Handelspartnern gewichtete Frankenkurs lag Ende August um 5,1% höher als anfangs Juni. Gegenüber Ende August 1976 belief sich die Höherbewertung des exportgewichteten Frankenkurses auf 3,7%. In diesem Zusammenhang gilt es allerdings zu berücksichtigen, daß in derselben Periode das Preis- und Lohnniveau in der Schweiz wesentlich geringer angestiegen ist als in den 15 Ländern,

die für die Gewichtung des Frankenkurses herangezogen werden.

Im Anschluß an das Bekanntwerden der von der SKA-Filiale Chiasso erlittenen Verluste in unbekannter Höhe haben die in der Schweiz domizilierten Banken und die Schweizerische Bankiervereinigung einerseits und die Schweizerische Nationalbank andererseits eine Vereinbarung über die Sorgfaltspflicht bei der Entgegennahme von Geldern und die Handhabung des Bankgeheimnisses abgeschlossen. Die Vereinbarung soll sicherstellen, daß die Identität der Bankkunden zuverlässig abgeklärt wird, sowie verhindern, daß unter mißbräuchlichen Verwendungen des Bankgeheimnisses Handlungen ermöglicht oder erleichtert werden, die im Sinne dieser Vereinbarung als verpönt gelten. Solche verpönten Handlungen sind die Eröffnung und Führung von Konti und Depots ohne Feststellung des Berechtigten, die Entgegennahme von Geldern, die durch Handlungen erlangt worden sind, welche für die Bank erkennbar strafbar sind, sowie die Beihilfe zur Kapitalflucht und zur Steuerhinterziehung. Die Vereinbarung trat am 1. Juli 1977 in Kraft und gilt vorläufig für fünf Jahre. Sie kann verlängert und im Einvernehmen mit der Bankiervereinigung und der Nationalbank modifiziert werden.

Das Gentlemen's Agreement zwischen der Schweizerischen Nationalbank und den Banken 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-Schweizerfranken-Depots oder Direktanlagen in Schweizerfranken zu tätigen.

Um ein Jahr verlängert wurden sodann die beiden bis Ende Juni 1977 befristeten Gentlemen's Agreements zwischen 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 Devisengeschäfte einzutreten und die Beträge auf eigene Rechnung zu übernehmen, falls sie dies nach der Marktlage für angebracht hält.

Am 11. Juli 1977 trat eine Änderung der Kapitalexportbestimmungen in Kraft. Danach dürfen nunmehr an Krediten und Darlehen in Schweizerfranken, die an ausländische Schuldner gewährt werden, Unterbeteiligungen an Ausländer (Private und Banken, nicht aber Staaten und Währungsbehörden) abgegeben werden, sofern es sich um feste Plazierungen handelt. Die ausländischen Abnehmer haben sich gegenüber dem Konsortialführer schriftlich zu verpflichten, daß sie die Unterbeteiligung

bis zum Ende der Laufzeit auf eigene Rechnung halten. Abtretungen oder Vermittlungen von solchen Unterbeteiligungen sind untersagt.

Der Stand der inländischen Kredite von 71 monatlich meldenden Banken stieg im zweiten Quartal 1977 um 3,3 Mrd auf 130,0 Mrd Franken (Vorjahresquartal: +2,5 Mrd Franken). Entsprechend erhöhte sich auch die Jahreszuwachsrate, und zwar von 8,2% im März auf 8,6% im Juni (Juni 1976: 5,8%). Von den im inländischen Kreditvolumen enthaltenen Komponenten verzeichneten im zweiten Quartal 1977 die Debitoren mit 1,9 Mrd Franken den größten Zuwachs, gefolgt von den Hypothekaranlagen mit 1,3 Mrd Franken und den Wechseln und Geldmarktpapieren mit 0,1 Mrd Franken. Die Kredite an öffentlich-rechtliche Körperschaften verharrten auf dem Stand von Ende März. Die große Volumenausdehnung der Debitoren schlug sich in einem Anstieg der Jahreszuwachsrate von 7,4% Ende März auf 9,0% Ende Juni nieder. Gegenteilig entwickelten sich die Hypothekaranlagen, die am Semesterende eine gegenüber Ende März um 0,4 Prozentpunkte niedrigere Jahreszuwachsrate von 8,7% aufwiesen. Demgegenüber verzeichneten die Wechsel und Geldmarktpapiere eine deutliche Wachstumsbeschleunigung, stieg doch die jährliche Wachstumsrate von 9,3% Ende März auf 20,2% Ende Juni. Diese eindruckliche Zunahme darf allerdings nicht überbewertet werden, da einerseits das Volumen dieser Position relativ unbedeutend ist und andererseits die Wechselkredite im Zeitablauf stark schwanken. Die Stagnation der Kredite an öffentlich-rechtliche Körperschaften ließ ihre Jahreszuwachsrate von 5,8% Ende März auf 3,1% Ende Juni sinken.

Vom Quartalszuwachs der ausstehenden Inlandkredite entfielen 2,1 Mrd Franken (62,5%) auf die Großbanken, 0,9 Mrd (28,4%) auf die Kantonalbanken und 0,3 Mrd (9,1%) auf die Regionalbanken und Sparkassen. Entsprechend der Entwicklung im Vorquartal begünstigte die sich abzeichnende konjunkturelle Erholung namentlich die Kreditnachfrage bei den Großbanken, während die beiden übrigen Bankengruppen bei ihrer mehrheitlich auf die Baufinanzierung ausgerichteten Geschäftstätigkeit weniger Möglichkeiten zur Kreditexpansion fanden.

Die Kreditzusagen von 163 Banken beliefen sich im zweiten Quartal 1977 auf 6,1 Mrd Franken im Vergleich zu 5,5 Mrd Franken im Vorquartal (+10,9%) und 6,9 Mrd Franken im zweiten Quartal 1976 (-11,6%). Dabei entfielen 5,0 Mrd Franken (Vorjahresquartal 4,9 Mrd Franken) auf inländische Schuldner und 1,1 Mrd (2,0 Mrd Franken) auf ausländische Schuldner. Bei den inländischen Schuldnern verbirgt sich hinter der nur geringfügigen Zunahme der Kreditzusagen gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode eine gegenläufige Bewegung der Debitorenzusagen einerseits und der Zusagen für Hypothekarkredite sowie für Vorschüsse und Darlehen an öffentlich-rechtliche Körperschaften andererseits. So erhöhten sich die Debitorenzusagen um 0,5 Mrd Franken, während sich die Zusagen für Hypothekaranlagen um 0,1 Mrd Franken und jene für Vorschüsse und Darlehen an öffentlich-rechtliche Körperschaften um 0,3 Mrd Franken zurückbildeten.

Der Zufluß an mittelfristigen Kundengeldern der 71 monatlich meldenden Banken verlangsamte sich im zweiten Quartal 1977 gegenüber dem Vorquartal beträchtlich. So reduzierte sich der Anstieg der Spareinlagen auf 0,5 Mrd Franken (1. Quartal 2,1 Mrd Franken) und jener der Depositen- und Einlagehefte auf 0,1 Mrd Franken (0,7 Mrd Franken). Die Kassenobligationen verzeichneten sogar eine Bestandesabnahme um 0,5 Mrd Franken, nachdem sie in den ersten drei Monaten des laufenden Jahres noch um 0,3 Mrd Franken angestiegen waren. Insgesamt

betrug im zweiten Quartal der mittelfristige Kundengeldzufluß somit 0,1 Mrd Franken im Vergleich zu 3,1 Mrd Franken im Vorquartal und 1,6 Mrd Franken im zweiten Quartal 1976. Damit blieb der Zuwachs im ersten Semester 1977 mit 3,2 Mrd Franken deutlich hinter dem Vorjahresergebnis von 5,0 Mrd Franken zurück. Diese Entwicklung deutet auf eine erhöhte Konsumneigung der privaten Haushalte hin, konnte doch bei alternativen Geldanlagen keine merkliche Belebung festgestellt werden, die auf Portfolioumschichtungen schließen ließe.