

An der Sitzung des Bankrates der Schweizerischen Nationalbank vom 8. September 1972 hat Dr. E. Stopper, Präsident des Direktoriums, folgenden Bericht erstattet:

### Die weltwirtschaftlichen Entwicklungstendenzen

Die in der ersten Jahreshälfte in Europa wie auch in Japan begonnene wirtschaftliche Belebung hat sich in den vergangenen Monaten eher etwas langsamer entwickelt als erwartet. Der Konjunkturaufschwung in den Vereinigten Staaten und in Kanada hat dagegen an Breite und Intensität gewonnen. Auf Grund dieser Entwicklung rechnet das Sekretariat der OECD für die Länder seines Bereiches insgesamt mit einer erhöhten Wachstumsrate des Bruttosozialproduktes, nämlich mit 6,5% p.a. (Vorjahr 3,7%) für die zweite Hälfte 1972 und mit 6% (5%) für das erste Semester 1973.

Während sich die Expansion in Nordamerika allmählich auf alle Bereiche der Inlandnachfrage auszuweiten scheint, beschränkt sich der Aufschwung in den meisten europäischen Ländern wie auch in Japan vorerst noch hauptsächlich auf den privaten Konsum, die Wohnbauinvestitionen sowie die Aufwendungen der öffentlichen Hand. In den letztgenannten Ländern läßt die Investitionstätigkeit von Industrie und Gewerbe erst vereinzelte Anzeichen eines Anstieges erkennen.

Der beängstigende Preisauftrieb der letzten Jahre hat sich auch während der Konjunkturabschwächung in Europa und Japan nur wenig verlangsamt. Die OECD schätzt die Preissteigerung (Preisindex des Bruttosozialproduktes) für die Gesamtheit ihrer Mitgliedstaaten im laufenden Jahr auf 4½% (1971 5,6%), in Europa auf 6% (1971 7,2%) und in Japan auf 4½% (1971 4,4%). Der Trend der Teuerung hat sich im Laufe der Nachkriegszeit von einem Konjunkturzyklus zum andern erhöht. Früher pflegte sich das Preisniveau bei einer Rezession vorübergehend rückläufig zu entwickeln. Bis in die erste Hälfte der sechziger Jahre läßt sich in solchen Phasen wenigstens noch eine Neigung zu einstweiliger Stabilisierung der Preisentwicklung verzeichnen. Nun scheint der Preisauftrieb selbst während einer Konjunkturabschwächung nur wenig vermindert fortzuschreiten, so daß die Wirtschaft gegenwärtig mit ungelöstem Inflationsproblem in einen neuen Konjunkturaufschwung eintritt.

Zur Entwicklung in den einzelnen Ländern läßt sich folgendes festhalten:

Der Aufschwung in den *Vereinigten Staaten* hat sich im 2. Quartal 1972 verdeutlicht. Das reale Bruttosozialprodukt erhöhte sich mit einer Jahresrate von 8,9% und erreichte damit das stärkste Quartalswachstum seit 1965. Dazu haben insbesondere ein schon seit längerem erwarteter

kräftiger Lageraufbau und eine Zunahme des privaten Konsums beigetragen.

Die Preisentwicklung zeigt ein uneinheitliches Bild. Der Großhandelspreisindex ist seit Beginn der zweiten Phase der Einkommenspolitik im Dezember 1971 mit einer Jahresrate von fast 6% stärker gestiegen als vor dem 15. August 1971. Dagegen fiel die Erhöhung des Konsumentenpreisindex im Vergleich zum Vorjahr im Juni 1972 erstmals seit 1967 unter 3%. Im Juli ist allerdings auch dieser Index wieder etwas stärker angestiegen. Die Arbeitslosenquote ist im Juni und Juli von dem seit über einem Jahr bei 6% liegenden Niveau auf 5,5% zurückgegangen. Es scheint, daß der wirtschaftliche Aufschwung mit einiger Verzögerung nun auch die Arbeitslosigkeit zu verringern beginnt.

Die *britische* Wirtschaft verzeichnete im 2. Quartal einen kräftigen Aufschwung. Besonders lebhaft nahmen der Wohnungsbau und der private Konsum zu. Aber auch die öffentlichen Ausgaben scheinen deutlich gestiegen zu sein. Die industrielle und gewerbliche Investitionstätigkeit ist dagegen weiterhin zurückgeblieben, obwohl die Gewinne sich im allgemeinen günstig entwickelt haben. Die Preissteigerung, die sich im 2. Halbjahr 1971 erheblich verlangsamt, hat sich seit dem Frühjahr 1972 wieder verstärkt. Sowohl die Konsumenten- als auch die Großhandelspreise sind gegenüber dem Vorjahr um etwa 6,5% gestiegen. Die Zahl der Arbeitslosen ging seit dem Frühjahr zurück, ist aber weiterhin noch relativ hoch.

In der *Bundesrepublik Deutschland* setzte sich die seit der Jahreswende festgestellte Erholung der Konjunktur, allerdings etwas zögernd, fort. Sie wird von der lebhaften Wohnbautätigkeit, dem privaten Konsum und den steigenden öffentlichen Ausgaben getragen. Die realisierten industriellen und gewerblichen Investitionen blieben vorerst noch zurück. Der Auftragseingang der Industrie aus dem In- und Ausland zeigt einen wachsenden Trend. Da die Auslieferungen der Industrie ungefähr im gleichen Ausmaß zunahmen, blieben die Auftragsbestände praktisch unverändert. Das Preisniveau stieg weiter. Im Juni waren die Lebenshaltungskosten um 5,4% höher als ein Jahr zuvor. Gleichzeitig überstiegen die Tarifstundenlöhne den Vorjahresstand um 9%.

Die *französische* Wirtschaft setzte ihre kräftige Expansion im laufenden Jahr fort. Das reale Bruttosozialprodukt dürfte auf Jahresbasis gerechnet um 5 bis 6% gestiegen sein. Besonders günstig entwickelte sich der Außenhandel; Exporte und Importe nahmen in den ersten sieben Monaten des laufenden Jahres gegenüber der entsprechenden Vorjahreszeit um 15% zu. Im Bereich der Inlandnachfrage scheint die Nachfrage der privaten Haushalte die Produktion angeregt zu haben. Die Industrie erhöhte ihren Ausstoß im 1. Semester 1972 im Jahresrhythmus von 6%. Die Teuerung beschleunigte sich wieder; der Konsumentenpreisindex lag im Juli um 6% über

dem Vorjahresstand. Die Zahl der Arbeitslosen, die 1970 und 1971 trotz der kräftigen wirtschaftlichen Expansion erheblich zugenommen hatte, blieb seit Ende 1971 annähernd konstant, allerdings nahm zugleich die Zahl der offenen Stellen deutlich zu.

In *Italien* zeigten sich in den letzten Monaten Ansätze zu einer leichten Wiederbelebung der Wirtschaft. Die Industrieproduktion übertraf im 1. Halbjahr 1972 leicht den Vorjahresstand, blieb aber noch unter dem Ergebnis des 1. Halbjahres 1970. Auf eine Belebung der Binnennachfrage deutet auch der erhebliche Anstieg der Importe hin, der von einer Verlangsamung der Ausfuhren begleitet war. Die Teuerung, die 1971 hinter derjenigen anderer Industrieländer etwas zurückgeblieben war, beschleunigte sich im laufenden Jahr und erreichte bei den Konsumentenpreisen eine Jahreszuwachsrate von 5,5%.

In den meisten kleineren *Industrieländern Europas* ist seit Jahresbeginn eine deutliche Belebung der Konjunktur festzustellen. Sie scheint vorwiegend auf eine lebhaftere Auslandnachfrage zurückzuführen zu sein. Die Industrieproduktion hat nach der Verlangsamung im Jahre 1971 meist wieder zugenommen. Im Rahmen der Binnennachfrage expandierten vor allem der private Konsum und die öffentlichen Ausgaben, während die Investitionstätigkeit weiterhin stagnierte. Die Arbeitslosigkeit nahm in manchen Fällen trotz Anstiegs der Produktion eher noch weiter zu. Die Teuerung blieb allgemein stark.

Die Expansion der *kanadischen* Wirtschaft dauert unvermindert an. Unter dem Einfluß steigender Gewinne hat die Industrie ihre Investitionstätigkeit beschleunigt. Auch der private Konsum sowie der Wohnungsbau haben dank wachsender Einkommen stark zugenommen. Die Arbeitslosenquote ging gegenüber dem Höchststand von 1971 zurück, blieb aber mit etwa 6% immer noch hoch.

Nach den massiven Stimulierungsmaßnahmen von Regierung und Notenbank läßt auch in *Japan* die Wirtschaft seit Beginn des laufenden Jahres einen Wiederaufschwung erkennen. Die Bautätigkeit nahm kräftig zu. Auch der private Konsum hat sich belebt. Der inländische Auftragseingang zeigt in einzelnen Sektoren der Industrie wieder eine steigende Tendenz. Die Großhandelspreise blieben von Mitte 1971 bis Mitte 1972 annähernd stabil. Der Anstieg der Konsumentenpreise hat sich in der gleichen Zeit mit knapp 5% eher etwas verringert.

### **Zum internationalen Währungsgeschehen**

Die internationalen Währungsbeziehungen wurden in der zweiten Hälfte des Monats Juni durch eine Spekulationswelle gegen das britische Pfund gestört. Die Kapitalflucht aus Großbritannien hatte eine Erhöhung des Dollarangebots zur Folge, so daß dabei auch die amerikanische Währung unter Druck geriet.

Großbritannien war es nicht zuletzt dank der Abwertung von 1967 gelungen, von 1969 an, aber namentlich 1971,

einen beträchtlichen Einnahmenüberschuß in seiner Handels- und Ertragsbilanz zu erzielen. Zudem war ihm ab zweiter Jahreshälfte 1970 kurzfristiges Kapital in bedeutenden Beträgen zugeflossen, das aus den USA nach Europa zurückkehrte. Der resultierende hohe Zahlungsbilanzüberschuß hatte es den britischen Währungsbehörden ermöglicht, die in den vorangegangenen Jahren aufgenommenen Währungskredite vollumfänglich zurückzahlen und darüber hinaus die Währungsreserven beträchtlich zu verstärken.

Die anhaltend starke Steigerung der Arbeitskosten verbunden mit den sich häufenden Arbeitskonflikten rief in den vergangenen Monaten Zweifel an der Aufrechterhaltung der internationalen Konkurrenzfähigkeit der britischen Wirtschaft wach. Solche Bedenken wurden noch dadurch verstärkt, daß die britische Handelsbilanz während der ersten fünf Monate des laufenden Jahres regelmäßig einen Passivsaldo aufwies, der allerdings durch den Einnahmenüberschuß im Dienstleistungsverkehr übertroffen wurde. Für die Haltung der Devisenmärkte spielte sodann offensichtlich der auf den 1. Januar 1973 vorgesehene Beitritt Großbritanniens zu den Europäischen Gemeinschaften, von dem eine verschärfte Konkurrenz der kontinentaleuropäischen Länder erwartet wird, eine nicht geringe Rolle. Bereits nach dem in Washington vereinbarten «Realignment», bei dem Großbritannien die volle Abwertung des Dollars im Verhältnis zum Pfund akzeptiert hatte, waren Bedenken geäußert worden, ob die britische Wirtschaft eine solche Kurskorrektur ertragen können. Tatsächlich fand dadurch allerdings im Verhältnis zu den Ländern der Sechsergemeinschaft – wie übrigens auch zu Japan – keine Aufwertung des Pfundes, sondern im gewogenen Durchschnitt eine leichte Abwertung statt. Trotzdem verbreitete sich die Erwartung, Großbritannien werde noch vor seinem Beitritt zu den Europäischen Gemeinschaften eine Korrektur seines Wechselkurses vornehmen. In dieser Situation reichte eine Mitte Juni seitens eines prominenten Politikers geäußerte Feststellung, das Pfund werde noch im Verlaufe der nächsten Monate abgewertet werden müssen, aus, um sogleich einen massiven Abzug kurzfristiger Gelder aus Großbritannien auszulösen. Die Bank of England verlor dadurch innerhalb von wenigen Tagen Währungsreserven in der Höhe von rund 2,5 Mrd. Dollar oder ungefähr einen Drittel ihres Bestandes. Die britische Regierung entschloß sich am Morgen des 23. Juni 1972 angesichts dieser Entwicklung wie auch, um eine restriktive Geldpolitik zu vermeiden, die Interventionen der Notenbank zur Stützung des Dollarkurses einzustellen und den Pfundkurs bis auf weiteres flottieren zu lassen.

Die Entwicklung in Großbritannien wirkte sich zwangsläufig auch auf andere Währungen aus. Im Unterschied zu früheren Pfundkrisen wurden die abgezogenen Gelder nicht in Dollars gehalten; vielmehr suchten sie ihren Weg in Währungen, die als stärker eingeschätzt wurden. Zu Unrecht wurde daran gezweifelt, daß die Zufluchtsländer unter dem Druck solcher Dollarzuflüsse an den in Washington vereinbarten Wechselkursen festhalten und ihre Stützungskäufe fortsetzen würden. Spekulationen dieser Art wurden noch dadurch verstärkt, daß ein gemeinsames

Flottieren der EWG-Währungen gegenüber dem Dollar als mögliche Abwehrreaktion diskutiert wurde. Die Unsicherheit über die Währungsverhältnisse dürfte dazu beigetragen haben, den freien Goldpreis zusätzlich in die Höhe zu treiben. Er kletterte vorübergehend bis auf 70 Dollar je Unze.

Die Wirtschafts- und Finanzminister der EG-Länder bekräftigten indessen an einer Sitzung vom 17./18. Juli 1972 in London ihre Entschlossenheit, an den an der Washingtoner Konferenz vereinbarten Wechselkursen festzuhalten, eine Haltung, die auch von den anderen am «Smithsonian Agreement» beteiligten Staaten geteilt wurde. Die einzelnen Länder reagierten im übrigen auf die durch die Pfundkrise ausgelöste Entwicklung individuell je nach ihren besonderen Verhältnissen. Mehrere europäische Länder sahen sich veranlaßt, zusätzliche Maßnahmen zur Abwehr bzw. Neutralisierung unerwünschter Geld- und Kapitalflüsse zu treffen. Die Vorkehrungen der Schweiz werden an anderer Stelle näher dargelegt werden.

In der Bundesrepublik Deutschland wurde die Bardepotpflicht bei Geldaufnahmen deutscher Personen und Gesellschaften im Ausland erhöht und die Freigrenze für die Depotpflicht herabgesetzt. Ferner wurde der Erwerb inländischer Inhaber- und Orderschuldverschreibungen durch Ausländer genehmigungspflichtig erklärt und eine Meldepflicht für die entgeltliche Abtretung von Forderungen auf Inländer an Ausländer eingeführt. Schließlich wurden die Mindestreserven der Kreditinstitute, insbesondere auf den Auslandverbindlichkeiten, erhöht und ihre Rediskontkontingente bei der Bundesbank gekürzt.

Auch in Frankreich, das seit dem vergangenen Jahr einen geteilten Devisenmarkt kennt, wurden die Mindestreserven auf den in- und ausländischen Verbindlichkeiten erhöht, um den aus den Geldzuflüssen resultierenden Liquiditätszuwachs der Banken abzuschöpfen. In Belgien, wo ebenfalls ein zweigeteilter Devisenmarkt besteht, traf die Notenbank mit den Geschäftsbanken eine Vereinbarung zur Sterilisierung eines Teils der mit dem Devisenzustrom entstandenen Guthaben. Die Niederlande ergriffen – nachdem der Erwerb von Obligationen durch Ausländer bereits seit einiger Zeit besonderen Bestimmungen unterstellt war – verschiedene Maßnahmen, um insbesondere die Aufnahme von Auslandskrediten zu beschränken. Sodann wurde auch in Japan die Mindestreservepflicht auf freien Yen-Konten von Devisenausländern drastisch, nämlich von 25% auf 50% erhöht, während die Devisenkontrollmaßnahmen in bezug auf Vorauszahlungen für japanische Exporte und den Erwerb japanischer Wertschriften durch Ausländer verschärft wurden.

Trafen die genannten Länder Vorkehrungen zur Abwehr unerwünschter Kapitalzuflüsse, so unternahmen umgekehrt die italienischen Währungsbehörden Schritte, um der anhaltenden Kapitalflucht Einhalt zu gebieten. So wurde die Gutschrift des Erlöses für Sendungen italienischer Banknoten aus dem Ausland auf transferierbare Ausländerkapitalkonten verboten. Ferner ersuchte Italien die übrigen Länder der Europäischen Gemeinschaft um Befreiung von der Verpflichtung zu Interventionen in

Mitgliederwährungen vorerst bis Ende September 1972. Die italienische Notenbank kann somit den Lire-Kurs, der nach der Pfundkrise zeitweise ebenfalls unter Druck geriet, wieder wie zuvor allein durch Dollarabgaben stützen. Allerdings wahrt Italien dabei gegenüber den anderen EG-Ländern die auf 2¼% verengten Kursmargen.

Von den vier Beitrittskandidaten, die sich Ende April zur Teilnahme an der Margenverengung und dem hiezu eingeführten Interventionssystem bereit erklärt hatten, traten nach der Freigabe des Pfundkurses auch Irland und Dänemark von diesen Verpflichtungen wieder zurück. Während Irland den Kurs seiner Währung im Einklang mit dem britischen Pfund flottieren läßt, ist Dänemark zur größeren Bandbreite von 4½% zurückgekehrt. Somit halten zur Zeit lediglich noch fünf der sechs ursprünglichen EG-Länder sowie Norwegen die Vereinbarung über die Margenverengung vollumfänglich aufrecht. Die Bestrebungen zu einem Ausbau und zu einer Verstärkung der geplanten Währungsintegration innerhalb der EG dürften damit vorerst einen Aufschub erfahren. Bevor nämlich die zur Diskussion stehenden Fragen der Ausgestaltung des Europäischen Fonds wie auch einer allfälligen Beteiligung von Nichtmitgliedländern der EG entschieden werden können, ist wohl die Rückkehr Italiens wie auch der Beitrittskandidaten zum integralen Interventionssystem abzuwarten. Nicht zuletzt dürfte auch die Festsetzung eines neuen Wechselkurses für das Pfund erforderlich sein. Besondere Erwähnung verdient, daß schließlich auch die Vereinigten Staaten ihr Interesse an der Aufrechterhaltung der im Dezember letzten Jahres vereinbarten Wechselkursrelationen demonstrativ bekundeten. Die amerikanischen Währungsbehörden begannen in der zweiten Julihälfte zur Stützung des Dollarkurses erstmals Devisen zu verkaufen. Um sich die hierfür benötigten Mittel zu beschaffen, reaktivierten sie die seit Mitte August 1971 stillgelegten Swap-Vereinbarungen mit anderen Notenbanken.

Während der vergangenen Monate ist über das Forum, in welchem die Verhandlungen über eine Reform des internationalen Währungssystems geführt werden sollen, eine Verständigung erzielt worden. Die Gespräche sollen in einem besonderen, im Rahmen des Internationalen Währungsfonds gebildeten Komitee, dem «Committee on Reform of the International Monetary System and Related Issues» oder kürzer «Committee of Twenty» genannt, geführt werden. Seine Aufgabe ist «to advise and to report to the Board of Governors regarding all aspects of reform of the international monetary system, including proposals for amendments of the Articles of Agreement». Das Komitee soll dabei den Zusammenhängen mit dem internationalen Handel, den Kapitalbewegungen und der Finanzierung der Entwicklungshilfe, also einem überaus breiten Spektrum von Fragen und Problemen, Rechnung tragen. Es wird sich voraussichtlich während der Ende September in Washington stattfindenden Jahresversammlung konstituieren und dürfte gegen Jahresende seine Tätigkeit aufnehmen. Über die wesentlichen Probleme der Reform wie auch über mögliche Lösungen ist von den Exekutivdirektoren ein Bericht ausgearbeitet worden, der zum Teil offenbar divergierende Auffassungen zum Aus-

druck bringt. Er soll der «Zwanziger Gruppe» als Diskussionsgrundlage dienen. Diese soll ihre Reformvorschläge den Gouverneuren des Währungsfonds unterbreiten. Man hofft, daß erste Resultate in einem Jahr vorliegen werden.

Von größerer unmittelbarer Bedeutung als diese Reformbestrebungen dürfte indessen für die Überwindung der gegenwärtig so labilen und krisenanfälligen internationalen Währungsverhältnisse und damit auch für den Wiederabbau der dadurch notwendig gewordenen Einschränkungen im zwischenstaatlichen Zahlungsverkehr die Herstellung eines besseren Zahlungsbilanzgleichgewichts zwischen den wichtigsten westlichen Industrieländern sein. Das chronische Ungleichgewicht im laufenden Zahlungsverkehr zwischen den Vereinigten Staaten und einer Anzahl der anderen wichtigeren Industrieländer hat sich im laufenden Jahr nicht verringert. Es hat sich jedoch inzwischen vornehmlich auf das Verhältnis zwischen den Vereinigten Staaten und Japan konzentriert, während Europa, eingeschlossen die EG, weniger extreme Zahlungsbilanzüberschüsse aufweist.

Die amerikanische Handelsbilanz schloß im zweiten Quartal 1972 mit einem Fehlbetrag, der noch etwas höher war als im ersten, so daß das Defizit in der ersten Jahreshälfte 3,6 Mrd. Dollar erreichte (1. Semester 1971 -0,7 Mrd., 2. Semester 1971 -2,0 Mrd. Dollar). Da sich auch die Dienstleistungsbilanz verschlechtert hat, nahm das Defizit der Ertragsbilanz in der ersten Jahreshälfte noch etwas stärker zu. Es wird erwartet, daß die Dollarabwertung vom nächsten Jahr an die Handels- und Ertragsbilanz positiv beeinflussen wird. Einen Beitrag in der gleichen Richtung dürften auch die in letzter Zeit im Vergleich zu praktisch allen anderen Industrieländern geringere Inflationsrate und der höhere Produktivitätszuwachs Amerikas sowie bedeutende Getreideverkäufe an die Sowjetunion leisten.

Dem amerikanischen Ertragsbilanzdefizit steht ein Überschuß der japanischen Ertragsbilanz von 2,2 Mrd. Dollar im 1. Halbjahr 1972 gegenüber. Die japanische Handelsbilanz wies gleichzeitig einen Aktivsaldo von nicht weniger als 3,7 Mrd. Dollar (1971 ganzes Jahr 7,9 Mio. Dollar) auf, wobei der größere Teil des Überschusses im Verkehr mit den Vereinigten Staaten erzielt wurde.

### **Die Konjunktorentwicklung in der Schweiz**

Die konjunkturelle Lage der Schweiz hat sich im wesentlichen während der vergangenen Monate wenig verändert. Nach wie vor herrschen im ganzen gesehen deutliche Überhitzungserscheinungen vor, und der alarmierende Rhythmus der Lohn- und Preisinflation hält unvermindert an.

Die Auftriebskräfte gehen primär weiterhin von der Binnenwirtschaft aus, wobei der überlastete Bausektor die stärksten Impulse vermittelt. Der Bauboom wird na-

mentlich vom Wohnungsbau getragen. Die öffentliche Bautätigkeit ist aber ebenfalls rege. Expansive Tendenzen entfaltet ferner der private Konsum. Die Ausweitung der Einkommen im Gefolge der außerordentlich starken Lohn-erhöhungen des vergangenen Jahres hat sodann zu einer deutlichen Steigerung der Nachfrage vor allem nach dauerhaften Konsumgütern und Dienstleistungen geführt. Inflationsfördernde Spannungen betreffen daher insbesondere auch Teile des Dienstleistungsbereiches. Das Andauern einer überreichlichen Liquiditätsversorgung als Folge erneuter Mittelzuflüsse aus dem Ausland hat die namentlich im Bausektor herrschende Überbeanspruchung noch zusätzlich begünstigt. Trotz des außerordentlich hohen Finanzierungsbedarfes haben sich bisher bei der Aufbringung der benötigten Kredite keine Verknappungserscheinungen gezeigt.

Die Auslandsnachfrage hat sich dagegen bisher nur zum Teil und zögernd belebt. Insbesondere erscheint die Nachfrage nach Investitionsgütern noch gedämpft. Der Auftragsbestand der Maschinenindustrie ist im 1. Semester 1972 zurückgegangen. Die Zuwachsraten der industriellen Produktion scheinen sich etwas abgeschwächt zu haben. Die Entwicklung in der Industrie hat sich dabei stärker differenziert. Während einzelne Branchen, wie namentlich die Textilindustrie, über einen lebhaften Geschäftsgang berichten, trifft dies für andere, wie die bereits erwähnte Maschinenindustrie und die Uhrenindustrie, nicht zu. Schwierigkeiten bereitet angesichts der schärferen Konkurrenz im Ausland insbesondere die Absorption der rasch ansteigenden Lohnkosten. Die Kapazität der Industrie bleibt jedoch im Durchschnitt gut ausgelastet. Auch die Nachfrage nach Arbeitskräften ist weiterhin lebhaft. Im Blick auf die Tendenz zu konjunktureller Belebung in den wichtigen Industrieländern werden die Zukunftsaussichten in der Exportindustrie überwiegend positiv beurteilt. Ein neuer Aufschwung der Exportnachfrage müßte, so erfreulich sich eine solche Entwicklung auch für die beteiligten Unternehmen ausnehmen mag, die bereits vom Binnensektor ausgehenden Überhitzungstendenzen zusätzlich anfachen und insbesondere auch den unvermindert starken inflatorischen Lohn- und Preisauftrieb verschärfen. Dämpfungsanstrengungen sind daher weiterhin insbesondere im Bausektor nötig. Einen Schritt in dieser Richtung hat der Bundesrat in der zweiten Hälfte August mit der Ausweitung und Verschärfung der Bestimmungen des Baubeschlusses getan.

Die bereits anfangs des laufenden Jahres konstatierte leichte wertmäßige Wachstumszunahme im schweizerischen Außenhandel setzte sich in den letzten Monaten fort. Dabei waren die Zuwachsraten beim Export etwas größer als beim Import. Dies dürfte allerdings weitgehend durch den stärkeren Anstieg der Exportpreise bedingt sein.

In der Zeit von Januar bis Juli 1972 stieg der Ausfuhrwert im Vorjahresvergleich um 9,3% (Vorjahr 6,7%). Besonders stark expandierten die Exportwerte nach Polen (70,2%), der Sowjetunion (26,9%), Spanien (21,1%) und Kanada (18,7%). Überdurchschnittliche Wachstumsraten zeigten die Exporte nach der Bundesrepublik Deutsch-

land (12,0%), Frankreich (13,4%), Belgien/Luxemburg (12,2%), Österreich (13,7%), Großbritannien (11,1%) und Brasilien (13,4%). Der Export nach den USA, welcher letztes Jahr rückläufig war, verzeichnete eine Zunahme um 7,5%. Dagegen stagnierte die Ausfuhr nach Italien, den Niederlanden, Norwegen und Schweden praktisch auf dem Vorjahresniveau. Der Wert der Exporte nach der EWG nahm in den ersten sieben Monaten gegenüber dem Vorjahr um 8,7% (Vorjahr 7,1%), nach den EFTA-Ländern um 8,6% (Vorjahr 14,6%) zu. Die Zuwachsraten betragen 5,7% bei der Ausfuhr von Maschinen und Apparaten, 14,4% bei Erzeugnissen der chemischen Industrie, 8,5% bei solchen der Textil- und Bekleidungsindustrie und 1,9% bei Uhren. Die Ausfuhr der Nahrungs- und Genußmittelindustrie erlitt einen Rückgang um 9,6%.

Der Importwert stieg in den ersten sieben Monaten um 6,3%. Sein Wachstum war somit etwas langsamer als im Vorjahr (6,9%). Die bereits in den vorangegangenen Monaten beobachtete kräftige Steigerung der Einfuhr von Konsumgütern setzte sich hingegen in unvermindertem Tempo fort (Zunahme um 17,1% gegen 11,6% im Vorjahr). Die Zuwachsrate bei den Investitionsgüterimporten betrug nach Ausschaltung der unregelmäßig anfallenden Einfuhr von Flugzeugen 9,7% (8,6%). Die Einfuhr von Rohstoffen und Halbfabrikaten nahm mit 2,4% (Vorjahr -2,7%) nur bescheiden zu. Die Bezüge aus dem EWG-Raum stiegen um 9,2% (Vorjahr 7,6%) und jene aus den EFTA-Ländern um 9,8% (Vorjahr 9,9%).

Dank der etwas rascheren Ausweitung der Exporte hat sich das Handelsbilanzdefizit im Vergleich zum Vorjahr leicht verringert. Es erreichte in den ersten sieben Monaten 3608 Mio. Franken (3784 Mio. Franken).

Die Steigerung der industriellen Produktion scheint sich etwas verflacht zu haben. Dies dürfte nur teilweise nachfragebedingt sein. Die Ausschöpfung der verfügbaren Kapazitäten, insbesondere an Arbeitskräften, spielte ebenfalls eine wesentliche Rolle. Ende März 1972 wies der Index der industriellen Produktion im Vorjahresvergleich eine Erhöhung um 3% auf, gegenüber 4% ein Jahr zuvor. Daran partizipierte bezeichnenderweise die Industrie der Steine und Erden mit einem Zuwachs von 18%, die chemische Industrie mit 12%, die Textilindustrie mit 10%, die Bekleidungs- und Wäscheindustrie mit 7%, die Uhrenindustrie mit 6% und die Nahrungs- und Genußmittelindustrie mit 5%. In der Metallindustrie, Maschinenindustrie, Leder- und Kautschukindustrie sowie im graphischen Gewerbe verharrte die Produktion auf dem Vorjahresniveau, während in der Holz- und Papierindustrie die Erzeugung rückläufig war.

Die Detailhandelsumsätze pro Verkaufstag stiegen in der ersten Hälfte des laufenden Jahres mit 9,8% etwas stärker als vor Jahresfrist (9,4%). Die beschleunigte Expansion der Konsumgüternachfrage geht deutlicher aus der erwähnten starken Zunahme der Konsumgüterimporte hervor. Die verfügbaren Indikatoren deuten sodann auf eine rasche Zunahme des Dienstleistungskonsums der privaten Haushalte hin.

Die hohe Intensität der Wohnbautätigkeit spiegelt sich in der Statistik der neuerstellten Wohnungen in den 92 Städten. In den ersten sieben Monaten sind 15716 Wohnungen oder 6% mehr als in der Vorjahresperiode (Vorjahr -4%) gebaut worden. Gleichzeitig verminderte sich die Zahl der neuerteilten Baubewilligungen um 5% (Vorjahr -13%).

Die Entwicklung der begutachteten Fabrikbauvorlagen weist auf eine verstärkte Rationalisierung in den baulichen Investitionen der Privatwirtschaft hin. Während die Gesamtzahl der Planvorlagen im ersten Quartal um 0,8% und im zweiten um 5,4% unter dem Vorjahresbetreffnis lag, wies das Raumvolumen für Neu- und Erweiterungsbauten eine Erhöhung um 8,6% bzw. 28% auf.

Die Lage am Arbeitsmarkt ist weiterhin durch einen ausgesprochenen Mangel an Arbeitskräften gekennzeichnet. Besonders ausgeprägt ist die Knappheit an Arbeitskräften im Baugewerbe und in einzelnen Teilbereichen des Dienstleistungssektors. Ende Juni 1972 lag der Beschäftigungsindex im Baugewerbe um 4,7% über dem Vorjahresstand. Gleichzeitig ging der Beschäftigungsindex in der Industrie um 2,6% zurück. Die Wirtschaft scheint den Mangel an Arbeitskräften durch vermehrte Heranziehung von Saisonarbeitern und Grenzgängern, die der Plafo-nierung nicht unterstellt sind, zu mildern. Ende April 1972 wurden 152817 Saisonarbeiter und 95247 Grenzgänger gezählt. Die innert Jahresfrist eingetretene Zunahme beträgt bei den ersteren 9,9% und bei den letzteren 13,6%.

Der Lohnanstieg setzte sich in unvermindertem Tempo fort. Ende Juni 1972 betrug die Erhöhung der Lohnsätze gegenüber dem Stand vor Jahresfrist 9%, während der Zuwachs der gesamtwirtschaftlichen Produktivität lediglich etwas über 3% beträgt. Im zweiten Quartal des laufenden Jahres sind die Lohnsätze in der Metall- und Maschinenindustrie, in der Uhren- und Bekleidungsindustrie sowie im graphischen Gewerbe stark angehoben worden.

Der Preisauftrieb hat sich, gemessen an den Veränderungen des Konsumentenpreisindex, in den letzten Monaten kaum abgeschwächt. Ende Juli zeigte der Konsumentenpreisindex gegenüber dem Vorjahresstand eine Erhöhung um 6,4% (Vorjahr 6,7%). Diese hartnäckige Aufwärtsbewegung ist umso bedenklicher, als sie sich, mit Ausnahme des Teilindex für Heizung und Beleuchtung, auf sämtliche durch den Konsumentenpreisindex erfaßte Bereiche erstreckt.

Im Bereich der Großhandelspreise trat in den letzten Monaten insofern eine bedeutsame Änderung ein, als die seit November 1970 konstatierte rückläufige Bewegung der Importgüterpreise in eine Preissteigerung umschlug, während sich die Teuerung der Inlandgüter etwas verlangsamt. Das Resultat ist ein beschleunigter Anstieg der Großhandelspreise. Der Großhandelspreisindex wies Ende Juli eine Erhöhung um 3% (Vorjahr 2,2%) auf. Erfahrungsgemäß schlägt sich die auf Großhandelsebene erfolgte Teuerung mit einer zeitlichen Verzögerung in den



Konsumgüterpreisen nieder. Die neue Entwicklungstendenz bei den Großhandelspreisen ist deshalb unerfreulich.

### Die Entwicklung am Geld- und Kapitalmarkt

Die Anstrengungen, den aus dem Vorjahr zurückgebliebenen Liquiditätsüberhang zu neutralisieren, wurden durch die kurz vor dem Halbjahresultimo einsetzende Pfundkrise durchkreuzt.

Durch Einführung einer partiellen Konversionspflicht bei der Notenbank auf Kapitalexporten, die auf Schweizerfranken lauten, sowie durch Erhöhung der Mindestguthaben auf dem Zuwachs der ausländischen und zusätzliche Erhebung von Mindestguthaben auch auf jenem der inländischen Verbindlichkeiten war es gelungen, die in der Augustkrise des vergangenen Jahres entstandene Überschußliquidität bis Anfang Juni größtenteils abzubauen. Den Rest hoffte die Nationalbank teils über zusätzliche Mindestguthaben, teils über die Konversion von Kapitalexporten noch im Laufe des Sommers zu absorbieren. Das Direktorium nahm zu diesem Zweck im Laufe des Monats Juni Verhandlungen mit der Bankiervereinigung über eine Erhöhung der Mindestguthaben sowohl auf den inländischen als auch auf den ausländischen Verbindlichkeiten auf.

Die weitgehende Normalisierung der Liquiditätsverhältnisse veranlaßte die Banken in der zweiten Junihälfte, erstmals seit einem Jahr wieder die Hilfe der Notenbank in größerem Umfange zur Überbrückung der Halbjahresultimo-Bedürfnisse in Anspruch zu nehmen. Insgesamt beschafften sich die Kreditinstitute zusätzliches Notenbankgeld im Betrage von 4,2 Mrd. Franken, wovon 3,5 Mrd. Franken durch Abschluß von Devisen-Swaps. Während diese Operationen abgewickelt wurden, brach die Pfundkrise aus.

Der Abzug bedeutender kurzfristiger Gelder aus Großbritannien ließ angesichts der immer noch labilen internationalen Verhältnisse befürchten, daß die Schweiz einmal mehr zum Ziel internationaler Kapitalbewegungen werden dürfte. Die Nationalbank setzte daher am 23. Juni nach Bekanntwerden der Freigabe des Pfundkurses zunächst ihre Interventionen am Devisenmarkt aus, um unnötige Devisenzuflüsse als Folge überstürzter Reaktionen in der ersten Verwirrung zu vermeiden. In der Zeit bis zum 30. Juni, während der sie dem Devisenmarkt fernblieb, bewegte sich der Marktkurs des Dollars in der Folge zeitweise leicht unter dem unteren Interventionspunkt.

Der Bundesrat traf unterdessen im Einvernehmen mit dem Direktorium unverzüglich Maßnahmen, um die inländische Wirtschaft besser gegen die aus dem Ausland herandrängenden Geldzuflüsse abschirmen zu können. Der auf Grund der Ereignisse vom Mai und August letzten Jahres vorsorglich erlassene Bundesbeschluß zum Schutze der Währung vom Oktober 1971 ermöglichte dies-

mal ein rasches Vorgehen. Angesichts der angespannten Konjunkturlage, der hohen Inflationsrate und des enormen, vernünftige Proportionen sprengenden Betrages der bereits in der Schweiz befindlichen Auslandsgelder mußten die Bedenken gegen Beschränkungen des traditionell freiheitlichen Zahlungsverkehrs mit dem Ausland, wenn auch schweren Herzens, zurückgestellt werden. Ein Verbot der Anlage ausländischer Gelder in schweizerischen Grundstücken (Bundesratsbeschluß betreffend Verbot der Anlage ausländischer Gelder in inländischen Grundstücken vom 26. Juni 1972) sowie der Vermittlung inländischer Wertpapiere und Hypotheken an Ausländer (Verordnung über die Anlage ausländischer Gelder vom 26. Juni 1972) sollte das weitere Eindringen anlagensuchender ausländischer Gelder und eine daraus resultierende zusätzliche inflatorische Aufblähung der Nachfrage im Liegenschafts- und Wertpapierbereich verhindern. Als Ergänzung wurde eine Bewilligungspflicht für die Aufnahme von Krediten im Ausland (Verordnung über die Bewilligungspflicht für die Aufnahme von Geldern im Ausland vom 5. Juli 1972) eingeführt, weil nach den Erfahrungen der letzten Jahre ausländische Gelder auch auf diesem Wege unkontrollierten Zugang in die inländische Wirtschaft finden können. Die Banken wurden sodann verpflichtet, ihre Fremdwährungsverbindlichkeiten einschließlich der Terminoperationen täglich voll durch Fremdwährungsforderungen (Verordnung über die Fremdwährungspositionen der Banken vom 5. Juli 1972) zu decken, um auch in diesem Bereich weitere Devisenzuflüsse zu vermeiden.

Bevor die Nationalbank ihre Interventionen am Devisenmarkt am 3. Juli wieder aufnahm, ließ sie die Banken wissen, daß zusätzliche Maßnahmen ergriffen werden müßten, falls ihr trotz des Anlageverbotes in größerem Ausmaße Dollars zufließen sollten. Insbesondere wäre dann, so wurde angedeutet, die Erhebung einer Kommissionsbelastung auf den neu entstehenden Schweizerfrankenguthaben von Ausländern zur Verstärkung des Abwehreffektes des bereits bestehenden Verzinsungsverbotes in Betracht zu ziehen. Nachdem der Nationalbank trotz dieser Ankündigung in den ersten Tagen nach Wiederaufnahme ihrer Interventionen erhebliche Dollarbeträge angedient wurden, verfügte der Bundesrat am 4. Juli 1972 die Erhebung einer Kommission von 2% pro Quartal auf dem seit dem 30. Juni 1972 eingetretenen Zuwachs ausländischer Guthaben (ausgenommen Spar-, Einlage- und Depositenhefte oder -konten bis zu Fr. 50000.-). Zugleich wurde auch das bisher durch eine Vereinbarung mit einem begrenzten Kreis von Banken (Vereinbarung über die außerordentlichen Mindestguthaben und die Verzinsung ausländischer Gelder vom 20. August 1971) geregelte Verzinsungsverbot für den Zuwachs ausländischer Gelder seit dem 31. Juli 1972 in die Verordnung übernommen und damit auf sämtliche dem Bankengesetz unterstellte Institute ausgeweitet. Dadurch erwies es sich aber zugleich auch als zweckmäßig, die ebenfalls in der genannten Vereinbarung verankerten außerordentlichen Mindestguthaben auf dem Zuwachs ausländischer Guthaben auf eine neue Basis zu stellen. Der Bundesrat erließ daher am 5. Juli 1972 eine weitere Verordnung (Verordnung über die Mindestguthaben auf ausländischen

Geldern), welche die Vereinbarung vom 20. August 1971 ablöste.

Trotz dieser Vorkehrungen hatte die Nationalbank in der zweiten Juliwoche nochmals Dollars im Gegenwert von 3,8 Mrd. Franken vom Markt zu übernehmen, weil Gerüchte über ein gemeinsames Floaten der EG-Währungen gegenüber dem Dollar, die der Währungskonferenz vom 17./18. Juli 1972 der zehn Länder vorangingen, die Tendenz zur Flucht aus dem Dollar verstärkten. Bei diesen Dollarzugängen mag es sich auch weitgehend um repatriierte schweizerische Auslandsanlagen gehandelt haben. Insgesamt erreichten die Devisenübernahmen der Nationalbank in der ersten Julihälfte 4,7 Mrd. Franken. Der Liquiditätsüberhang des Bankensystems erfuhr damit eine neuerliche beträchtliche Aufblähung. Die Dollarverkäufe des Noteninstitutes an die Banken im Rahmen der Konversionspflicht bei Kapitalexporten sowie für Auslandszahlungen der Bundesverwaltung vermögen diese Liquiditätsausweitung nur langsam abzubauen. In der zweiten Hälfte Juli löste sich der Dollarkurs vom unteren Interventionspunkt, und die Nationalbank mußte seither keine Devisen mehr erwerben.

Die Verhandlungen, welche das Direktorium noch im Juni mit der Bankiervereinigung über eine weitere Liquiditätsabschöpfung eingeleitet hatte, führten am 21. Juli zum Beschluß, im Rahmen der Vereinbarung über die Mindestguthaben und die zulässige Kreditausweitung vom 1. September 1969 450 Mio. Franken auf dem Zuwachs der Inlandverbindlichkeiten zusätzlich stillzulegen. Eine weitere Abschöpfung erfolgte, ebenfalls nach eingehenden Kontakten mit den Banken, durch Heraufsetzung der Mindestguthaben auf dem Zuwachs der ausländischen Verbindlichkeiten, gestützt auf die vorerwähnte Verordnung. Gesamthaft soll der Liquiditätsübergang durch diese zusätzlichen Mindestguthaben um rund eine Milliarde Franken vermindert werden. Über allfällige weitere Abschöpfungsmaßnahmen wird zu entscheiden sein, wenn sich die durch die jüngsten Entwicklungen entstandene Liquiditätslage und Geldmarktverfassung anhand näherer Angaben besser überblicken lassen.

Inzwischen ist die Kreditzuwachsbeschränkung auf Grund der Rahmenvereinbarung vom 1. September 1969 am 31. Juli 1972 abgelaufen. Da in weiten Bereichen unserer Wirtschaft, insbesondere aber im Bausektor und den damit zusammenhängenden Gebieten, eine ausgesprochene Konjunkturüberhitzung herrscht, besteht die Gefahr, daß der vorhandene Liquiditätsüberhang zu einer übersetzten Kreditausweitung Anlaß gibt, welche den bereits vorhandenen inflatorischen Nachfrageüberhang zu-

sätzlich stimuliert. Die seit Ende letzten Jahres verzeichnete Ausweitung der Kreditzusagen, insbesondere der zugesicherten Baukredite, mit Zuwachsraten gegenüber dem jeweiligen Vorjahresstand von bis zu 90% erweckt diesbezüglich erhebliche Besorgnisse. Die Nationalbank richtete daher am 24. Juli 1972 ein Rundschreiben an die Kreditinstitute, in dem sie diese ersuchte, ihre inländischen Kredite nicht wesentlich stärker als bisher, d.h. im Rahmen der Kreditzuwachsbeschränkung, auszuweiten und neue Kreditzusagen nur in einem Maß zu erteilen, welches die Einhaltung einer solchen Kreditausweitung in den kommenden Monaten zu gewährleisten vermag.

Die überaus liquide Verfassung des Geldmarktes hatte zur Folge, daß die Zinssätze trotz der hohen Kredit- und Kapitalnachfrage weiterhin tief blieben. Für Tagesgeld ist seit Ende Juni wiederum praktisch keine Verzinsung erhältlich. Für Dreimonatsdepots der Großbanken beträgt der Satz seit Mitte August wieder 1½% (zuvor 2%). Die durchschnittliche Rendite von 11 eidgenössischen Anleihen, die Ende Juni nach der ersten Reaktion auf die neuen Maßnahmen zum Schutze der Währung vorübergehend auf 5,06% gestiegen war, hält sich schon seit einiger Zeit ohne nennenswerte Veränderungen bei 4,95%.

Der Kapitalmarkt zeigte sich auch nach dem Anlageverbot für Ausländer als weiterhin sehr aufnahmefähig. Die Kursrückschläge bei Aktien und Obligationen, die nach Bekanntgabe der neuen Maßnahmen zunächst eintraten, erwiesen sich als nur von kurzer Dauer. Die Zeichnung ausländischer, auf Schweizerfranken lautender Anleihsenmissionen durch Ausländer wurde im Rahmen der Verordnung über die Anlage ausländischer Gelder auf maximal 40% des Emissionsbetrages begrenzt. Mit Rücksicht auf die Entwicklung des Marktkurses würde bei dieser Gelegenheit zugleich der Konversionskurs für die Pflichtkonversion von Kapitalexportgeschäften von 3.84 auf 3.80 herabgesetzt, solange der Marktkurs 3.80 nicht übersteigt.

Die Nettobeanspruchung des Kapitalmarktes durch öffentliche Emissionen (Emissionen abzüglich Konversionen und Rückzahlungen) belief sich in den ersten acht Monaten des laufenden Jahres auf 4886 Mio. Franken, oder 678 Mio. Franken bzw. 16% mehr als im gleichen Zeitraum des Vorjahres. Auf inländische Obligationen entfielen 2587 Mio. Franken (Vorjahr 2523 Mio. Franken), auf ausländische Anleihen 1627 Mio. Franken (896 Mio. Franken) und auf schweizerische Aktienemissionen 672 Mio. Franken (788 Mio. Franken). Alle Emissionen konnten mühelos plaziert werden.