

An der Sitzung des Bankrates vom 20. September 1974 legte Dr. F. Leutwiler, Präsident des Direktoriums, folgenden Bericht vor:

## Die weltwirtschaftlichen Entwicklungstendenzen

In den meisten Industrieländern der westlichen Welt sind immer deutlicher Erscheinungen der Stagflation zu beobachten. Auf der einen Seite setzt sich die Abschwächung des wirtschaftlichen Wachstums, die im vergangenen Herbst begonnen hatte, im allgemeinen weiter fort; in den Vereinigten Staaten, in Großbritannien und in Japan war das reale Sozialprodukt in der ersten Hälfte dieses Jahres sogar rückläufig. Auf der anderen Seite steigen die *Teuerungsraten* überwiegend weiter an, wobei freilich zwischen Ländern mit starken und mit schwachen Währungen deutliche Differenzierungen festzustellen sind. So liegen sie zum Beispiel in den Niederlanden, in der Bundesrepublik und in der Schweiz erheblich unter jenen in Großbritannien, Italien und Japan.

Bei den Großhandelspreisen stiegen die *Teuerungsraten*, bei unterschiedlichen Veränderungen in den verschiedenen Warengruppen, im ganzen nicht mehr weiter an. Während die Metallpreise überwiegend etwas nachgaben, haben sich die Nahrungsmittelpreise eher wieder erhöht, was teilweise auf die deutlich nach unten revidierten Ernteschätzungen in den Vereinigten Staaten zurückzuführen ist. Ferner scheinen die übrigen OPEC-Staaten allfälligen Bestrebungen Saudi-Arabiens auf eine Senkung der Erdölpreise durch Produktionsdrosselungen entgegenzuwirken, um den Preis des «schwarzen Goldes» auf seinem heutigen Niveau halten zu können.

Diese gegenläufigen Entwicklungen und Tendenzen lassen in vielen Industriestaaten wirtschaftspolitische Zielkonflikte entstehen. Eine konsequente Weiterführung oder gar Verschärfung der Restriktionen würde die Wachstumsverlangsamung beschleunigen und da und dort die Arbeitslosigkeit ansteigen lassen. Eine expansive Politik hingegen droht den inflatorischen Kräften neue Nahrung zu geben mit allen ihren unabsehbaren, im ganzen aber nachteiligen Folgen für die Geldwertstabilität und auch für die Gesellschaftsordnung.

Das Problem wird dadurch noch komplizierter, daß Beschäftigungsrückgänge zu einem guten Teil strukturell bedingt sind, während in anderen Bereichen noch immer Kapazitätsengpässe bestehen. Das Sekretariat der OECD und die Mehrheit der Mitgliedstaaten dieser Organisation sind deshalb der Auffassung, die Inflationsbekämpfung verdiene nach wie vor erste Priorität. Insbesondere wird auch in den Vereinigten Staaten seit dem Präsidentenwechsel die Meinung vertreten, die Inflationsmentalität

lasse sich nur durch eine längere Phase abgeschwächten wirtschaftlichen Wachstums und durch Inkaufnahme eines erhöhten Beschäftigungsrisikos brechen. Nicht zuletzt dürfe der in der Vergangenheit gemachte Fehler nicht wiederholt werden, bereits vor einer grundlegenden Beruhigung des Preisauftriebs auf eine expansive Politik umzuschalten.

Nachdem die Preis- und Lohnkontrollen bisher in allen Fällen, in denen sie angewandt wurden, auf die Dauer nicht zum gewünschten Erfolg geführt haben, besteht freilich momentan kaum eine Alternative zur Restriktionpolitik. Ob aber die einzelnen Länder bereit und aus innenpolitischen Gründen auch in der Lage sein werden, die für die Wiederherstellung der Preisstabilität notwendigen Opfer zu bringen, ist allerdings eine offene Frage.

Die Neigung zu einer wirtschaftlichen Abschwächung ist freilich alles andere als einheitlich. Im *Außenhandel* verläuft die Entwicklung im allgemeinen nach wie vor nach oben, wenn auch die nominellen Zuwachsraten von bis zu 40% und mehr zu einem guten Teil preisbedingt sind. Auch die Nachfrage nach *Investitionsgütern* blieb bisher auf einem hohen Niveau, was zum Teil mit dem intensivierten Ausbau der Energieversorgung sowie mit in verschiedenen Bereichen noch immer bestehenden Kapazitätsengpässen, zum Teil aber auch mit dem Bestreben der Unternehmungen zusammenhängt, die starken Kostensteigerungen durch Rationalisierungen und Modernisierungen aufzufangen, um den vermehrt gedrückten Gewinnmargen ein Gegengewicht entgegenzustellen.

Weniger günstig war in den meisten Ländern die Entwicklung in der Bauindustrie, im Automobilbau und seinen Zulieferbetrieben, im internationalen Tourismus sowie im Bereich des nicht lebensnotwendigen Konsums. In der *Bauwirtschaft* ist die Abschwächung namentlich auf ihre starke Abhängigkeit von der Fremdfinanzierung zurückzuführen, welche durch die restriktive Geldpolitik praktisch überall erschwert wird. Daneben haben aber auch Fehleinschätzungen der längerfristigen Aufnahmefähigkeit des Wohnungsmarktes sowie im Tiefbau die finanziellen Engpässe der öffentlichen Hände die aufgetretenen Schwierigkeiten bedingt. Der Nachfragerückgang im *Automobilbau* und seinen verwandten Branchen gründet sowohl in den Auswirkungen der höheren Treibstoffpreise wie in der allgemeinen Unsicherheit über die weiteren Beschäftigungsmöglichkeiten, die bewirkt hat, daß die durchschnittliche Gebrauchsdauer der Fahrzeuge verlängert und infolgedessen der Ersatzbedarf vermindert wurde.

Da außerdem das Preisbewußtsein der Bevölkerung zu zunehmen scheint, hat sich die *Konsumnachfrage* im allgemeinen abgeschwächt. Dazu hat im weiteren auch der Umstand beigetragen, daß wegen der starken Be-

schleunigung der Teuerung sowie wegen der Steuerprogression die verfügbaren realen Einkommen zumindest zeitweilig eine Verminderung erfahren haben. Angesichts der überdurchschnittlichen Preissteigerungen bei verschiedenen Komponenten des Zwangsbedarfes (Nahrungsmittel, Heizung) stellten sich Nachfrageverschiebungen hauptsächlich zulasten der dauerhaften Konsumgüter (Auto, Apparate, Bekleidung) ein, da und dort auch zulasten des *Tourismus*, bei dem sich auch in verschiedenen Ländern die starken Verschiebungen der Währungsrelationen dämpfend auswirkten.

Die in zahlreichen, aber nicht allen Ländern, Wirtschaftssektoren und Branchen zu beobachtenden Ermüdungserscheinungen hatten zur Folge, daß die offiziellen Prognosen, welche für die zweite Jahreshälfte zumeist eine leichte Zunahme des realen Wachstums in Aussicht stellen, nicht mehr allgemein geteilt werden. Es wird vor allem vermerkt, daß die weitverbreitete Ungewißheit die private Konsumnachfrage weiterhin negativ beeinflussen und sich ferner die Exportnachfrage, die in verschiedenen Ländern eine wichtige Stütze der Konjunktur bildet, eher abschwächen werde. Da angesichts der ungebrochenen Teuerung auch eine Weiterführung der restriktiven Geldpolitik unerlässlich erscheine, könne vorderhand kaum ein neuer Aufschwung in Gang kommen. Und zwar um so weniger, als die Wissenschaft bisher kein brauchbares Rezept angeboten habe, das aus einer Phase der Stagflation in ein Wachstum im Gleichgewicht überzuleiten geeignet erscheine.

### **Streiflichter zur Konjunktur im Ausland**

In der Bevölkerung der *Vereinigten Staaten* wächst die Furcht vor einer Rezession. Seit dem Präsidentenwechsel räumt die wirtschaftspolitische Führung dem Kampf gegen die Inflation höchste Bedeutung ein und scheint auch bereit zu sein, diesen Kurs durchzuhalten. Das damit verbundene erhöhte Beschäftigungsrisiko wird zwar nicht als Mittel gegen die Inflation, aber als notwendige Begleiterscheinung ihrer Bekämpfung gewertet. Sollte die Arbeitslosenrate die politisch tragbar erscheinende Grenze von 6% überschreiten, so wird an flankierende Maßnahmen zur Arbeitsbeschaffung gedacht, nicht aber an eine generelle Lockerung der Antiinflationpolitik.

Ein trübes Bild bietet die Wirtschaft *Großbritanniens*. Angesichts der auch hier wachsenden Rezessionsangst hat die Regierung in einem Zwischenbudget verschiedene stimulierende Maßnahmen angekündigt, von denen im Hinblick auf die erwarteten Neuwahlen zunächst vorab die Konsumenten (unter anderem Senkung der Mehrwertsteuer, weitere Lebensmittelsubventionen) profitieren sollten. Außerdem hofft die Regierung, mit einer Art von Indexkosmetik den Lohn- und Preisanstieg zu dämpfen.

In einer kritischen Phase befindet sich nach wie vor *Italien*. Die Handelsbilanz entwickelt sich ungünstig, zu-

mal das Importdepot nach bescheidenen Anfangserfolgen unter dem Druck des Auslandes wieder gelockert worden ist. Die angesichts einer Geldmengenexpansion in der ersten Jahreshälfte von nicht weniger als 56% eingeleitete restriktive Politik hat sich, wie in anderen Ländern auch, zuerst in der Bauwirtschaft ausgewirkt. Ferner wurde nach längerem Hin und Her vom Parlament ein Notstandsprogramm verabschiedet, das in erster Linie Steuererhöhungen vorsieht, dessen Realisierung aber ebenso wenig wie die strikte Durchführung des Sparbudgets als gesichert angesehen werden kann.

Eine Stütze für Regierung und Notenbank zur Durchsetzung des Stabilisierungsprogrammes dürfte indessen der Italien Ende August von der Bundesrepublik zugestandene Beistandskredit in Höhe von 2 Mrd Dollar bilden. Dieser wird höchstens zwei Jahre laufen. Sollte Italien bis dahin den Kredit nicht zurückzahlen in der Lage sein, so würde das als Garantie verpfändete italienische Gold – 515 Tonnen auf einer Preisbasis von 120 Dollar je Unze – an die Deutsche Bundesbank übergehen, die es nicht unter dem vereinbarten Preis am freien Goldmarkt veräußern könnte.

Auch in *Japan* verlangsamt sich die Wirtschaftstätigkeit. Seit Mitte 1973 nimmt das Wachstum der Geldmenge langsam, aber stetig ab. Die Zahlungsbilanz zeigt Anzeichen der Besserung, was vor allem der Stagnation bei den Importen bei weiter steigenden Exporten zuzuschreiben ist.

Etwas besser präsentiert sich trotz einer verhältnismäßig hohen Zunahme der nominellen Arbeitslosigkeit die Situation in der *Bundesrepublik*, doch sind die Aussichten nach wie vor ungewiß. Offizielle Stellen erwarten zwar im Herbst einen leichten Aufschwung, was indessen von verschiedenen Wirtschaftsforschungsinstituten bezweifelt wird. Die Geldpolitik ist in letzter Zeit leicht gelockert worden, ohne daß aber von einer grundsätzlichen Umstellung auf Expansionskurs gesprochen werden könnte. Eine solche würde lediglich die bisherigen Erfolge in der Inflationsbekämpfung gefährden, wäre aber nicht geeignet, die zahlreichen strukturellen Schwierigkeiten zu beseitigen.

Trotz einer leichten Verlangsamung der wirtschaftlichen Aktivität in *Frankreich* zeigt sich die Zentralbank in ihrem jüngsten Bericht optimistisch. Nicht zuletzt dank hoher Auftragsbestände und Auslandnachfrage erwartet sie für die nächsten Monate einen guten Gang der Wirtschaft und einen Rückgang der Teuerungsrate. Immerhin hat die restriktive Kreditpolitik, die leicht gelockert worden ist, Befürchtungen hinsichtlich einer Liquiditätskrise geweckt.

In *Belgien* ist die Entwicklung lebhaft geblieben, doch hat die hohe Teuerungsrate zu verschärften Antiinflationmaßnahmen Anlaß gegeben. In *Holland* dagegen bleibt die Investitionsneigung wegen unbefriedigender Ertragslage unvermindert mäßig.

## Zum internationalen Währungsgeschehen

Die Verhältnisse an der internationalen Währungsfront haben sich in den letzten Monaten insofern beruhigt, als sich die Wechselkurse, die zuvor überaus starke Schwankungen aufgewiesen hatten, weitgehend stabilisierten. Einzig der *DM-Kurs* in der Schweiz hat sich merklich abgeschwächt, was hauptsächlich auf die Lockerungen in der deutschen Geldpolitik zurückgeführt wird. Demgegenüber vermochte sich die Notiz des amerikanischen *Dollars per Saldo* gut zu behaupten, wozu verschiedene Faktoren beigetragen haben. Die Schrumpfung der Devisenumsätze nach der Schließung der deutschen Herstatt-Bank hat zu einer Begrenzung der Kursausschläge geführt. Ferner hat die Straffung der amerikanischen Geldpolitik mit entsprechenden Rückwirkungen auf die Zinssätze die Stellung des Dollars ebenso gestärkt wie der Wegfall der Belastung durch den sogenannten Watergate-Skandal nach dem Rücktritt von Präsident Nixon.

Die Stabilisierung der Kurse von Währungen jener Länder, deren Ertragsbilanzen nicht zuletzt wegen der Verteuerung der Erdölaufzufuhren stark defizitär sind, beruht zum Teil auf mehr psychologischen Einflüssen, welche von der Einführung restriktiver geld- und fiskalpolitischer Maßnahmen ausgingen, zum Teil aber auch auf Sonderfaktoren. Nach den Präsidentschaftswahlen in Frankreich hat der Druck auf die *französische Währung* nachgelassen. Die *italienische Lira* profitierte von Devisenzuflüssen aus dem Fremdenverkehr und von Repatriierungen, zu welchen sich die Wirtschaft angesichts des angespannten Geldmarktes und der hohen internen Zinssätze veranlaßt sah. Nach einer vorübergehend guten Haltung, die sich vor allem daraus erklärt, daß einzelne Erdölländer einen Teil ihrer Einnahmen an britischer Währung aus Renditegründen und wegen der Garantie für staatliche Pfundguthaben in England angelegt haben, erlitt das *britische Pfund* freilich erneut Kurseinbußen, die namentlich mit dem Sog des amerikanischen Marktes zu erklären sein dürften.

Wie weit sich die Wechselkurse der Defizitländer auf ihrem derzeitigen Stande halten lassen, hängt davon ab, ob es diesen Staaten gelingt, ein besseres Zahlungsbilanzgleichgewicht herzustellen, bevor ihre Kreditfazilitäten und Währungsreserven erschöpft sind, d.h. von der Wirksamkeit der getroffenen oder noch zu treffenden wirtschaftlichen Korrekturmaßnahmen.

Der *Euromarkt* ist in den vergangenen Monaten durch verschiedene Bankkrisen beunruhigt worden. Fehlspekulationen auf dem Devisen-Terminmarkt haben mehreren Euro-Banken erhebliche Verluste eingetragen. Die Schließung der deutschen Herstatt-Bank am 26. Juni, der inzwischen drei weitere deutsche Institute gefolgt sind, bewirkte am Euromarkt einen deutlichen Vertrauensschwund.

Diese Entwicklung hatte verschiedene Folgen. So beschloß das amerikanische Clearing House Committee,

daß die Banken die Ausführung von Zahlungsaufträgen im internationalen Bankenclearing bis 10 Uhr morgens am Tage nach der Abwicklung der Transaktionen wieder rückgängig machen können, falls nicht ausreichende Deckung vorliegt. Ferner sahen sich die Währungsbehörden anderer Industrieländer veranlaßt, die Devisentermingeschäfte der Banken unter straffe Kontrolle zu stellen. So verlangt nun auch die Schweizerische Nationalbank von den Banken monatlich Meldungen über Terminkäufe und -verkäufe von Fremdwährungen gegen Schweizerfranken sowie von Fremdwährungen gegen Fremdwährungen; diese Angaben dienen nicht nur den Erfordernissen der Währungspolitik, sondern liegen auch im Interesse der meldenden Bankleitung selbst.

Der allgemeine Vertrauensschwund löste im weiteren auch eine ausgedehnte *Umlagerung von Depositen* von kleineren und mittleren zu größeren bzw. als besonders vertrauenswürdig erachteten Banken aus. Solche Bewegungen waren nicht nur zwischen den Eurobanken, sondern auch innerhalb der nationalen Bankensysteme zu beobachten. Sie könnten nicht nur den Konzentrationsprozeß im Bankwesen weiter fördern, sondern auch bewirken, daß einzelne Institute dadurch in Bedrängnis geraten. Angesichts dessen hat die Funktion der Zentralbanken als letzte Liquiditätsquelle im Gespräch internationaler Finanzkreise in letzter Zeit besondere Aufmerksamkeit gefunden.

Die erwähnten Umlagerungen dürften die Expansion des *Kreditvolumens der Eurobanken* merklich verlangsamten. Es ist anzunehmen, daß die Transaktionen des zweiten Halbjahres weit hinter jenen des ersten Semesters zurückbleiben werden, in welchem die mittel- und langfristige Kreditaufnahme am Euromarkt mit rund 20 Mrd Dollar annähernd das Jahrestotal von 1973 (rund 23 Mrd Dollar) erreicht hatte.

Damit hat sich aber auch der Spielraum der Defizitländer, sich am Euromarkt zu finanzieren, spürbar eingengt. Diese Staaten werden daher vermehrt auf internationale Zusammenarbeit beim «Recycling» der Ölgelder angewiesen sein. Ein erster Schritt in dieser Richtung wurde durch die Schaffung der sogenannten Oil Facility des Internationalen Währungsfonds getan, während der Vorschlag der EG-Kommission zur Emission einer großen Anleihe zwecks Aufnahme von Erdölgeldern bisher zu keinem konkreten Ergebnis geführt hat.

## Die Konjunktorentwicklung in der Schweiz

Bei einem gesamthaft gesehen noch immer hohen Beschäftigungsniveau bewegte sich die schweizerische Wirtschaft in den vergangenen Monaten im Spannungsfeld zwischen inflatorischen und rezessiven Tendenzen. Beim Preisauftrieb, welcher angesichts der leicht rückläufigen Geldmenge (M-1) hauptsächlich als kostenbedingt zu gelten hat, haben die «hausgemachten» Teuerungsimpulse eher wieder an Kraft gewonnen. Als Sym-

ptome einer Wachstumsverlangsamung sind die im Vorjahresvergleich rückläufige Indexziffer der Beschäftigung in Industrie, Gewerbe und Dienstleistungsbranchen, das als Folge der Teuerung und Steuerprogression eher abnehmende reale Masseneinkommen und damit im Zusammenhang der real stagnierende bis leicht sinkende private Verbrauch, ferner die Verlangsamung des Wachstums der gesamten industriellen Produktion sowie ein allmähliches Nachlassen des Bestellungseinganges aus dem Inland und Ausland zu werten.

Allerdings ist die Lage nach Branchen und Unternehmungen weiterhin stark differenziert. Schwierigkeiten stellten sich in letzter Zeit vor allem dort ein, wo die finanzielle Basis ungenügend fundiert war, der Druck auf die Gewinnmargen infolgedessen nicht leicht zu meistern ist, ferner dort, wo Fehleinschätzungen der Marktperspektiven zu übermäßigen Investitionen geführt haben. Doch handelt es sich hierbei in erster Linie um Auswirkungen des in Gang gekommenen strukturellen Bereinigungsprozesses, der zwar für die Betroffenen schmerzhaft ist, jedoch durchaus im langfristigen Interesse der schweizerischen Volkswirtschaft liegt, die ihre Stellung auf den nationalen und auf den Weltmärkten nur durch fortschreitende Leistungssteigerungen zu halten und auszubauen vermag.

Für die *Konjunkturpolitik*, die ein Wachstum der Wirtschaft im Gleichgewicht anstrebt, bleibt der Weg trotz erhöhter Komplexität der Verhältnisse klar markiert. Es kann nicht ihre Aufgabe sein, strukturelle Veränderungen zu verhindern, und zwar um so weniger, als dies mit Interventionen verbunden wäre, die sich mit einem grundsätzlich marktwirtschaftlichen System nicht in Einklang bringen ließen. Lediglich die Globalsteuerung ist geeignet, zu dem angestrebten Ziel zu führen, wobei es allerdings von Vorteil wäre, wenn deren Last nicht allzu einseitig auf dem monetären Sektor liegen würde, sondern durch eine entsprechende Fiskalpolitik auf eine breitere Basis gestellt werden könnte.

Verhältnismäßig starke Auftriebskräfte gingen in den vergangenen Monaten immer noch von der *Außenwirtschaft* aus. Allerdings würde es eine unzulässige Vereinfachung der Interpretation des Geschehens bedeuten, die Ausfuhrziffern mit der Auslandnachfrage gleichzusetzen. Denn allzu viele Lieferungen ins Ausland beruhen auf Bestellungen, die in früheren Monaten oder gar Jahren erteilt worden sind. Die Ergebnisse von Umfragen des Institutes für Wirtschaftsforschung an der ETH-Z kündigen jedenfalls für die Gesamtindustrie nachlassenden Optimismus an. Die Mehrheit der Unternehmer erwartet für die kommenden Monate einen bescheideneren Auftragseingang und eine Drosselung der Produktion, was angesichts des international kühler gewordenen konjunkturellen Klimas nicht zu überraschen vermag.

Immerhin lassen die zumeist noch *hohen Auftragsbestände* namentlich in den größeren oder Spezialprodukte anbietenden Unternehmungen selbst bei einer Abnahme in den Zulieferbetrieben das Risiko einer ungenügenden

Beschäftigung gesamthaft noch immer als nicht aktuell erscheinen. Die Fortführung der Anti-Teuerungspolitik, die sowohl im Interesse der Gesamtwirtschaft wie in jenem der Gesellschaftsordnung steht, wird von dieser Seite nicht in Frage gestellt, und zwar um so weniger, als eine Dämpfung des Kosten- und Preisauftriebes für die Exportwirtschaft ein vitales Anliegen bedeutet.

Interessant ist im weiteren, daß die hohen nominellen Zuwachsraten, die im Vorjahresvergleich in den ersten sieben Monaten beim *Import* wie beim *Export* je rund 24% betragen haben, unter Berücksichtigung der Preisveränderungen stark abnehmen. Real machten sie im genannten Zeitraum bei der Einfuhr knapp 2%, bei der Ausfuhr knapp 10% aus. Der Passivsaldo der *Handelsbilanz* hat sich indessen in der Zeit von Januar bis Juli um fast 29% auf rund 5 Mrd Franken erhöht, während er im vollen Jahr 1973 leicht mehr als 6 1/2 Mrd Franken betragen hatte. Angesichts dieser Entwicklung ist damit zu rechnen, daß die schweizerische *Ertragsbilanz* im laufenden Jahr defizitär werden könnte. Dies würde nicht zuletzt auch die finanzielle Liquidität der einheimischen Wirtschaft tangieren.

Die *Binnenwirtschaft* verzeichnet einen im ganzen nach wie vor befriedigenden Geschäftsgang bei allerdings vermehrt als gedrückt bezeichneten Ertragsmargen. Allerdings haben sich in den letzten Monaten in Teilbereichen zunehmende Schwierigkeiten eingestellt. Die Zahl der Konkursöffnungen ist merklich angestiegen, wobei eine Umfrage allerdings zum Resultat geführt hat, daß die Gründe dafür kaum kredit- oder konjunkturpolitischer Natur sind, sondern hauptsächlich in mangelhafter Geschäftsführung liegen. Freigesetztes Personal konnte praktisch durchwegs an andere Arbeitsplätze vermittelt werden. Ferner verweist die *Bauwirtschaft* auf einen besonders im Hochbau starken, aber auch im Tiefbau rückläufigen Arbeitsvorrat und auf verschlechterte Beschäftigungsaussichten, wobei freilich auch hier erhebliche regionale Unterschiede bestehen. Nicht einheitlich war im ersten Halbjahr auch die Frequenzentwicklung in der *Hotellerie*, die bei den inländischen Gästen leicht zunahm, bei den Ausländern – und zwar besonders bei Gästen aus Staaten, gegenüber deren Währung der Schweizerfranken stark aufgewertet wurde – indessen deutlich rückläufig war, so daß eine Verminderung der gesamten Übernachtungen um rund 5% resultierte. Hingegen scheint die *Para-Hotellerie* von dieser Abschwächung kaum berührt worden zu sein.

In Bauwirtschaft und Hotellerie sind die aufgetretenen Schwierigkeiten zu einem erheblichen Teil strukturell bedingt. Sie beruhen auf einer in der Vergangenheit allzu optimistischen Einschätzung der Nachfrage, die nun nach den erforderlichen Korrekturen ruft.

Auch der *private Verbrauch* zeigt reale Stagnations-, partiell sogar Rückbildungserscheinungen. Die Wachstumsrate der Kleinhandelsumsätze schwächte sich im ersten Halbjahr nominell leicht ab, lag aber deutlich un-

ter der Teuerungsrate. Die Umsätze im Check- und Giroverkehr der Post, in denen auch Teile des Dienstleistungs- und des zwischengeschäftlichen Verkehrs zum Ausdruck kommen, waren im gleichen Zeitraum real spürbar kleiner als in der Vergleichsperiode. Es scheint, daß wegen der anhaltenden Preissteigerungen die Ausgaben für nicht lebensnotwendige Güter eingeschränkt werden, daß daneben aber auch die ungünstigen Wetterbedingungen die Kauflust geschmälert haben.

Was hingegen die *industriell-gewerblichen Investitionen* anbelangt, so scheinen die intensivierten Bemühungen zur Rationalisierung der Betriebsabläufe und zur Modernisierung der Produktionsanlagen neuerdings zu einer gewissen Belebung geführt zu haben. Jedenfalls lag das von den begutachteten Planvorlagen der Industrie für Neu- und Erweiterungsbauten beanspruchte Raumvolumen bei nur mehr leicht zum Vorjahr reduzierter Projektzahl im zweiten Quartal erstmals seit langer Zeit wieder über dem Vergleichsstand. Die Tatsache, daß der *Beschäftigungsindex* in Industrie, Gewerbe und Dienstleistungsbranchen im zweiten Vierteljahr nur um Bruchteile eines Prozentes unter dem Vorjahresstand lag, zeigt, daß bisher nicht von einer depressiven, sondern bestenfalls von einer sich stabilisierenden Entwicklung im realen Bereich der Binnenwirtschaft die Rede sein kann.

Ein echter deflatorischer Prozeß resultierte bisher einzig aus der kräftigen Baisse an den Aktienbörsen des In- und Auslandes. Der Kursrückgang dürfte auch dann die Kaufkraft beeinträchtigen, wenn die tiefer bewerteten Papiere nicht veräußert werden, weil dadurch auf jeden Fall die Möglichkeit stark eingeschränkt wird, durch Titelverkäufe Liquidität zum Vollzug mehr oder weniger dringlicher Anschaffungen zu schaffen.

Trotz der erwähnten Beruhigungssymptome in der Binnenwirtschaft verläuft die Entwicklung der *Teuerung* nach wie vor unerfreulich, zumal Anzeichen dafür bestehen, daß die Preissteigerungen wieder vermehrt inlandbedingt sind. Der Konsumentenpreisindex hat zwar die hohen Zuwachsraten, die er im vergangenen Winter aufgewiesen hatte, nicht mehr erreicht; sie bewegen sich seit einiger Zeit leicht unter der Marke von 10%. Hingegen hat sich der Anstieg des unter Ausklammerung der Preise von Heizöl und Benzin berechneten Indexes seit Jahresbeginn und besonders seit April 1974 deutlich beschleunigt. Gleichzeitig ist im Großhandelspreisindex die Teuerungsrate der Importwaren spürbar zurückgegangen, während sie bei den Inlandwaren höher geworden ist.

Die Verlagerung der Teuerungsimpulse auf das Inland sowie die Entwicklung in der Binnenwirtschaft, die erst in wenigen Teilbereichen eine reale Rückbildung zeigt, deuten an, daß die *Stabilisierungsanstrengungen* weiter zu verfolgen sind. Dazu sind fraglos von allen Seiten mehr oder weniger erhebliche und nicht gleichmäßig zu verteilende Opfer zu erbringen, die aber in einem späteren Zeitpunkt noch weit größer würden, wenn man der Inflation jetzt freien Lauf ließe.

## Die Entwicklung am Geld- und Kapitalmarkt

Die Verhältnisse in der schweizerischen Geldwirtschaft entwickelten sich seit der Semesterwende nicht einheitlich. Am Markt der Anleihen inländischer Schuldner führten die gewohnte sommerliche Emissionspause, die Festlegung eines vergleichsweise kleinen Emissionsplafonds für das dritte Quartal sowie der Ende Mai verfügte teilweise Stopp für Kapitalexperte zu einer Beruhigung. Andererseits lösten Rückzahlungen der über Ende Juni geschaffenen künstlichen Liquidität sowie Schwierigkeiten, in die einzelne Banken im Ausland durch größere Devisenverluste geraten waren, am Geldmarkt kräftige Schwankungen aus, und zwar zunächst in Richtung einer Verknappung.

Die erhöhte Vorsicht und Zurückhaltung im internationalen Geschäft veranlaßte die einheimischen Banken, eine gegenüber bisher erhöhte Liquidität anzustreben. Die Nationalbank suchte dieser Neigung dadurch Rechnung zu tragen, daß sie den Banken in begrenztem Rahmen neue *Swap-Fazilitäten* zur Verfügung stellte. In der ersten Augushälfte wurde sodann nach Ablauf der dreimonatigen Sperrfrist die im Mai zu 30% der per Ende Februar festgestellten *Überschreitungen* der zulässigen *Kreditquoten* eingeforderten rund 600 Mio Franken *frei*. Der Markt wurde etwas später außerdem noch zusätzlich alimentiert, indem die Pflicht zur Haltung von *Mindestguthaben* auf *inländischen Spar-, Depositen- und Einlageheften* sowie auf *Kassaobligationengeldern aufgehoben* wurde. Dadurch wurden gegen 150 Mio Franken frei verfügbar. Mit diesem Vorgehen wurde dem Umstand Rechnung getragen, daß die Bilanzentwicklung der 72 monatlich berichtenden Banken in den ersten sieben Monaten bei den Heftelagen und den Kassaobligationenbeständen bei zahlreichen Instituten einen verminderten Zuwachs, da und dort sogar eine Abnahme erkennen läßt. Auch dürfte es dadurch den Banken etwas leichter fallen, bestehende Zinsverzerrungen allmählich zu beseitigen.

Dank den verschiedenen Liquiditätshilfen sowie der wachsenden Zurückhaltung des Publikums gegenüber Euroanlagen ist es gelungen, den Dreimonatssatz für Eurofranken um 2% bis 3% unter jenem vergleichbarer Eurodollars zu halten. Immerhin ist der Satz nur ganz kurzfristig unter 10% gefallen.

Der Grund dafür dürfte in erster Linie darin gelegen haben, daß sich der *Geldmarkt*, welcher sich noch Mitte August überaus flüssig präsentiert hatte, gegen Monatsende erneut verknappte. Dazu hat wohl nicht zuletzt die Erwartung der Banken beigetragen, für die starke Überschreitung der zulässigen Kreditquoten per Ende Juli Einzahlungen auf Sperrkonto bei der Nationalbank leisten zu müssen.

Die Überschreitungen erreichten einen Umfang von rund 3 Mrd Franken. Bei der Beurteilung dieses Ergebnisses war zu berücksichtigen, daß die zweite Jahresperiode der Anwendung der Kreditbegrenzung durch eine Reihe außerordentlicher Ereignisse wie z. B. die Verteue-

rung der Rohstoffe gekennzeichnet war. Dies ließ die Schwierigkeiten der Banken, die Kreditentwicklung in den vorgeschriebenen Grenzen zu halten, mindestens teilweise verständlich erscheinen. Bei seiner Entscheidung in der Frage der Sanktionen hatte das Direktorium aber auch dem Umstände Rechnung zu tragen, daß der Kreditbegrenzung weiterhin eine wichtige Funktion zukommt und daß die Vorschriften von der Mehrzahl der Banken eingehalten worden sind.

Unter Würdigung dieser Umstände wurde beschlossen:

1. Bei der Ermittlung des sanktionspflichtigen Betrages werden von den per Ende Juli 1974 verzeichneten Überschreitungen die per Ende Juli 1973 und per Ende Februar 1974 erfolgten Einzahlungen auf Sonderkonto in Abzug gebracht.
2. Vom Restbetrag – insgesamt rund 2 Mrd Franken – sind 50% bis am 20. September 1974 für drei Monate auf Sonderkonto einzuzahlen.
3. Die restlichen 50% werden ab Dezember 1974 in drei gleichen Raten je vierteljährlich stillgelegt.

Die Überschreitungen per Ende Juli 1974 werden auf die neue Jahreszuwachsrate von 7% angerechnet. Die Einhaltung dieser Zuwachsrate soll vierteljährlich kontrolliert werden; neue Überschreitungen würden zusätzlich sanktionspflichtig.

Bei der Beurteilung der Überschreitungen des zulässigen Kreditzuwachses verdient die Entwicklung der von 60 Banken neu bewilligten *Baukredite* besondere Beachtung. In den ersten sieben Monaten lag deren Volumen um knapp 10% unter dem Vergleichsstand des Vorjahres von gut 3 Mrd Franken. Einzig für landwirtschaftliche Bauten, für den gemeinnützigen, sozialen und subventionierten Wohnungsbau sowie für großgewerbliche und industrielle Bauten sind mehr Baukredite als im Vorjahr bewilligt worden.

Am *Anleihensmarkt* hat sich die Lage nach der Semesterwende weiter beruhigt. Die ausnahmslos zu 8% bei freilich unterschiedlichen Emissionskursen begebenen Obligationen heimischer Aussteller konnten erfolgreich plziert werden. Die ersten vorbörslichen Notierungen lagen zum Teil deutlich über den Ausgabepreisen. Die Beruhigung wird auch dadurch illustriert, daß die durchschnittliche Rendite der Bundesanleihen im Juli von 7,28% auf 7,25% zurückgegangen ist.

Die Verbesserung des Marktklimas ist freilich weniger einem erhöhten Interesse der Investoren an festverzinslichen Papieren zuzuschreiben als einer Verminderung des Angebotes. Der Ende Mai verfügte teilweise Stopp für Kapitalexporte hat dazu ebenso beigetragen wie die einmonatige, im Sommer übliche Emissionspause sowie die Festlegung eines Emissionsplafonds für das dritte

Quartal, der mit 600 Mio Franken vergleichsweise klein ausfiel.

Die in der Folge wieder eingetretene Marktberuhigung hat es ermöglicht, den im Mai teilweise unterbundenen *Kapitalexport* im Interesse des Finanzplatzes Schweiz wieder aufzunehmen. Seit Mitte August dürfen mittelfristige ausländische Schuldverschreibungen in Schweizerfranken, sogenannte Notes, und seit Anfang September auch langfristige Auslandsanleihen wieder ausgegeben werden. Allerdings wurde das Volumen der Anleihen bis Ende Oktober auf 200 Mio Franken und für «Notes» bis zum gleichen Zeitpunkt auf drei Viertel des im Vorjahr durchschnittlich pro Quartal bewilligten Betrages begrenzt. Gleichzeitig wurde die Bestimmung fallen gelassen, wonach vom jeweiligen Begebungsbetrag der «Notes» 65% Inländern zuzuteilen waren, wogegen die Mindeststückelung für ausländische Zeichner von bisher 20 000 Franken jener für inländische von 50 000 Franken angeglichen wurde. Für die bewilligungspflichtigen Bankkredite ans Ausland, die vom Kapitalexportstopp ausgenommen waren, setzte die Nationalbank den Plafond für das dritte Quartal auf 25% des im ganzen Jahre 1973 bewilligten Betrages fest. Dabei fallen Konversionen, Verlängerungen, Fremdwährungskredite sowie Kredite, die der Finanzierung schweizerischer Exporte dienen, nicht unter diese Limitierung.

Das Marktklima für Emissionen inländischer Schuldner ist nach Beendigung der Sommerpause bald wieder etwas angespannter geworden. Dank des Umstandes, daß auf eine Verschlechterung der Ausgabebedingungen zulasten der Gläubiger verzichtet worden ist, blieben jedoch Zeichnungsmißerfolge aus. Die ersten vorbörslichen Kurse lagen aber weniger deutlich über den Ausgabepreisen als zuvor, die Nachfrage wurde selektiver, und die Umsätze in bereits kotierten festverzinslichen Papieren blieben bescheiden. Sodann ist die durchschnittliche Rendite der Bundesanleihen im Verlauf des Monats August von 7,25% auf 7,36% angestiegen und hat Anfangs September die Marke von 7,40% erreicht.

Die Befriedigung des nach wie vor hohen Kapitalbedarfes von Wirtschaft und öffentlicher Hand ist während der Emissionspause offenbar teilweise zurückgestaut worden. Es beginnt sich damit ein Konsolidierungsproblem abzuzeichnen, dem nicht nur bei der Handhabung der Kreditrestriktionen, sondern auch bei der Festlegung bzw. der Zusammensetzung des Emissionsplafonds für das vierte Quartal in geeigneter Weise Rechnung zu tragen sein wird.

Wie am Anleihensmarkt kam es auch an den schweizerischen Aktienbörsen in der zweiten Julihälfte zu einer Erholung, die sich indessen als kurzlebig erwies. Im August gewannen erneut die Baissekräfte die Oberhand. Der Aktienindex der Nationalbank (Durchschnitt 1966=100), der im Juli per Saldo von 136,8 auf 140,2 Punkte gestiegen war, stellte sich Ende August auf 123,9 Punkte. Die Abwärtsbewegung vollzog sich anfänglich bei minimalen Umsätzen, die später jedoch etwas zunahmen.

Mit den Kurseinbußen an den Wertpapiermärkten hat die in den Wertschriftenportefeuilles bestehende potentielle Liquiditätsreserve eine beachtliche Schrumpfung erfahren. Darüber hinaus führen die erlittenen Buchverluste zu einem Abschreibungsbedarf, der besonders bei wenig gewinnintensiven Unternehmungen und Ban-

ken die *Ertragslage* stark zu schmälern droht. Die Folgen dieser Entwicklung lassen sich vorderhand noch nicht zuverlässig abschätzen, zumal sich erst noch erweisen muß, ob der anfangs September von der Wallstreet ausgegangene Kursaufschwung dort, in der Schweiz wie auch an anderen Plätzen von Bestand sein wird.