

Bericht

über die Wirtschafts- und Währungslage
für die Sitzung des Bankrates vom 16. Dezember 1977

Weltwirtschaftliche Entwicklungstendenzen

In den wichtigsten Industrieländern hat sich die Wirtschaftslage im dritten Quartal 1977 nur wenig verändert. Die Verlangsamung des Wirtschaftswachstums, die sich seit dem Frühjahr abzeichnete, hat sich im großen ganzen bestätigt. Dies hat insbesondere in Europa zu einer lediglich geringen Verbesserung oder sogar zu einer Verschlechterung der Beschäftigungslage geführt. Das als wenig befriedigend empfundene Wachstum hat verschiedene Länder zu zusätzlichen Maßnahmen zur Belebung ihrer Wirtschaftstätigkeit bewogen. So haben Japan und die Bundesrepublik Deutschland im September neue Stimulierungsprogramme angekündigt. Das in Japan verabschiedete Zusatzbudget soll vor allem die Investitionstätigkeit stimulieren, während in der Bundesrepublik das Budget für 1978 expansiver ausfallen wird als ursprünglich geplant. Es sind auch Steuererleichterungen für natürliche Personen und Unternehmen vorgesehen. Im weiteren haben auch Frankreich und Italien ihren wirtschaftspolitischen Kurs etwas gelockert, gefolgt im November von Großbritannien. Auch in der Geldpolitik kam der etwas expansivere Kurs zum Ausdruck, stiegen doch die Zuwachsraten der Geldmenge in den vergangenen Monaten in den meisten Ländern an.

Vor diesem wirtschaftlichen Hintergrund fand im September in Washington die Jahresversammlung der Institutionen von Bretton Woods statt. Die Diskussionen bei dieser Gelegenheit bestätigten einen gewissen Wandel in der Tendenz. Während vor einem Jahr die Betonung auf der Notwendigkeit der wirtschaftlichen Stabilisierung und des Kampfes gegen die Inflation lag, beschäftigte man sich dieses Jahr vermehrt mit den Gefahren eines zu schwachen Wirtschaftswachstums und mit möglichen Gegenmaßnahmen. Verschiedentlich wurde von den Ländern mit Ertragsbilanzüberschüssen eine möglichst starke Expansion ihrer internen Nachfrage verlangt, wobei allerdings Rücksicht auf die Gefahr einer erneuten Beschleunigung der Inflation genommen werden sollte. Auch unter den Ländern mit hoher Inflation und Ertragsbilanzdefiziten hätten einige soweit Fortschritte in Richtung Stabilisierung gemacht, daß sie die restriktive Wirtschaftspolitik etwas lockern und ein etwas höheres Wachstum anstreben könnten.

Diese allgemein auf eine Stimulierung der Weltwirtschaft ausgerichtete Strategie enthält einige strukturelle Gefahren und Schwächen, die nicht übersehen werden dürfen. Diese Strategie geht, allgemein gesprochen, von einem direkten Zusammenhang zwischen Wirtschaftswachstum und Beschäftigungslage aus. Nun scheint aber keine Garantie dafür zu bestehen, daß selbst eine starke reale Expansion das Beschäftigungsproblem rasch lösen könnte. Die Entwicklung der vergangenen Jahre zeigt

deutlich, daß die Zunahme der Arbeitslosigkeit in einem erheblichen Ausmaß auf strukturelle Faktoren zurückzuführen ist. Zu erwähnen ist in diesem Zusammenhang vor allem eine Verlangsamung der Investitionstätigkeit, deren Dauer offenbar unterschätzt wurde.

Zu den Empfehlungen an die Überschußländer, eine expansivere Politik zu betreiben, sind einige Anmerkungen zu machen. Einmal wird offenbar häufig die Wirkung überschätzt, die ein rascheres Wachstum in diesen Ländern auf die andern Volkswirtschaften hat. Unter dem System flexibler Wechselkurse haben expansive Maßnahmen in einem Land nicht mehr den quasi mechanischen Einfluß auf andere Länder, wie dies unter festen Wechselkursen der Fall war. Zweitens gilt es zu beachten, daß die heutigen Überschußländer unter den Industrieländern stark auf den Export ausgerichtet sind und der Export in früheren Konjunkturzyklen jeweils eine sehr wichtige Rolle im Wirtschaftsaufschwung gespielt hat. Ein Aufschwung, der von der internen Nachfrage ausgelöst werden sollte, würde daher erhebliche Änderungen in der Wirtschaftsstruktur erfordern, die kurzfristig nicht realisierbar sind, zumal in Ländern mit kleinem Binnenmarkt. Schließlich scheinen die Möglichkeiten zur Stimulierung der Wirtschaft, ohne gleichzeitig auch die Inflation wieder zu beschleunigen, allgemein sehr beschränkt. Dabei ist zu berücksichtigen, daß sich der Preisanstieg zwar in verschiedenen Ländern deutlich verlangsamt hat, daß aber die Inflationserwartungen in vielen Fällen noch weitgehend ungebrochen sind.

Wenn der Manövrierspielraum bereits in den Überschußländern beschränkt ist, so gilt dies noch mehr in den Defizitländern. In diesen würden Maßnahmen zur Stimulierung der Wirtschaft unter den gegenwärtigen Umständen rasch zu einer erneuten Zunahme der Inflationserwartungen führen und damit die bisher unter erheblichen Opfern erreichten Stabilisierungserfolge wieder gefährden. Eine solche Entwicklung wäre um so bedauerlicher, als die inzwischen eingetretene Entwicklung in einigen kleineren europäischen Ländern wie Schweden, Spanien und Österreich klar die Gefahren einer zu expansiven Wirtschaftspolitik gezeigt hat. Diese Länder haben sich während der ganzen Phase der weltweiten Rezession bemüht, durch expansive Maßnahmen ein möglichst hohes Wachstum- und Beschäftigungsniveau durchzuhalten. Diese Politik hat sie innert wenigen Jahren in eine Situation gebracht, die durch erhebliche Defizite im Staatshaushalt und in der Ertragsbilanz sowie in der Mehrzahl der Fälle auch durch hohe Inflationsraten gekennzeichnet ist. In den vergangenen Monaten waren diese Länder eines nach dem andern gezwungen, zur Rückgewinnung der internen und externen Stabilität auf einen restriktiveren wirtschaftspolitischen Kurs umzuschalten. Die von diesen Ländern in den vergangenen

Jahren verfolgte expansive Politik war demnach nicht in der Lage, sie von den Folgen der weltweiten Rezession dauerhaft zu bewahren. Die Auswirkungen konnten lediglich hinausgeschoben werden, und der notwendige Anpassungsprozeß erscheint nun um so dringlicher.

Diese Entwicklung der Weltkonjunktur macht die Lösung der in verschiedenen Wirtschaftszweigen der Industrieländer bestehenden Strukturprobleme nicht einfacher. Unter diesen Umständen ist die Versuchung natürlich groß, zu Behelfsmaßnahmen Zuflucht zu suchen. Dies erklärt auch die bemerkenswerte Verstärkung protektionistischer Tendenzen, die in diesem Jahr eingetreten ist. Die Regierungen sind sich zwar bewußt, daß der Rückgriff zu protektionistischen Maßnahmen einen Schneeballeffekt auslösen und damit eine globale Reduktion des Welthandels und eine neue Rezession herbeiführen kann. Sie wissen auch, daß protektionistische Maßnahmen die Strukturprobleme verschiedener Industriezweige nicht lösen, sondern die Lösung lediglich aufschieben und komplizieren. Im Klima eines zögernden Aufschwungs und anhaltend hoher Arbeitslosigkeit bekunden die Regierungen aber zunehmend Mühe, den innenpolitischen Pressionen der betroffenen Industriezweige und Arbeitnehmer zu widerstehen und die eingegangenen Verpflichtungen zur Liberalisierung des internationalen Handels einzuhalten. Wenn auch die Tendenz noch nicht unauffaltbar erscheint, so haben doch die Risiken für einen Wettlauf protektionistischer Maßnahmen in den vergangenen Monaten erheblich zugenommen.

Streiflichter der Konjunktur im Ausland

In der *Bundesrepublik Deutschland* war im dritten Quartal keine Verbesserung der wirtschaftlichen Lage zu verzeichnen. Saisonbereinigt hat sich die industrielle Produktion auf dem Niveau des vorangehenden Quartals gehalten, während sich die Auftragseingänge in der Industrie leicht abschwächten. Einzig vom privaten Konsum ging in den Sommermonaten eine Belebung aus. Er wurde offenbar durch die Fälligkeit gewisser blockierter Sparkonti auf Ende Juni angeregt.

Die Entwicklung im Außenhandel hat sich ebenfalls verlangsamt. Im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode nahmen die Exporte im dritten Quartal um 4,1% und die Importe um 3,8% zu, gegenüber 8% bzw. 5,8% im zweiten Quartal. In den ersten neun Monaten stellte sich der Handelsbilanzüberschuß auf 26,3 Mrd DM; er war somit um 1,6 Mrd DM höher als in der vergleichbaren Periode 1976.

Die Beschäftigungslage bleibt unbefriedigend. Seit Juni war die Zahl der (registrierten) Arbeitslosen höher als in den entsprechenden Monaten des Vorjahres. Im Oktober zählte man 954 000 Arbeitslose, 1% mehr als im Oktober 1976. Im Bereich der Preise bestätigte sich die abgeschwächte Entwicklung. Die jährliche Zuwachsrate des Konsumentenpreisindex betrug im Oktober 3,8% und diejenige der Erzeugerpreise der Industrie 1,5%.

Die konjunkturelle Entwicklung in *Frankreich* hat anscheinend im dritten Quartal den tiefsten Punkt erreicht. Während dieser Periode hat sich die industrielle Produktion (saisonbereinigt) im Vergleich mit der entsprechenden Vorjahresperiode um ungefähr 1% reduziert. Gewisse Anzeichen lassen jedoch vermuten, daß sich die Situation seither etwas verbessert hat.

Die Zahl der Arbeitslosen erreichte im August einen Höchststand von 1,22 Mio und betrug im Oktober 1,1 Mio; dieser Rückgang war wohl auch eine Folge der Maßnahmen der Regierung im Hinblick auf gezielte Mehrbeschäftigung von Jugendlichen.

Ebenso hat sich die Erholung im Außenhandel bestätigt. Im Jahresvergleich erhöhten sich im dritten Quartal die Exporte um 14,9%, die Importe dagegen nur um 7,6%. Gegenüber dem Vorjahr verringerte sich das Handelsbilanzdefizit von 7,1 auf 3,1 Mrd Francs.

Die Preisentwicklung blieb unbefriedigend. Die seit Frühjahr eingetretene Verlangsamung in der Zunahme der Großhandelspreise, welche durch den relativ stabilen Kurs des Franc begünstigt wurde, hat sich bislang praktisch nicht auf die Detailhandelspreise übertragen, deren Zuwachsrate im Oktober immer noch 9,5% betrug.

In *Großbritannien* hielt die Stagnation der wirtschaftlichen Entwicklung an; dennoch konnten Fortschritte in den Stabilisierungsbemühungen der Regierung verzeichnet werden. Die jährliche Inflationsrate nahm in den letzten Monaten kontinuierlich von 17,6% im Juli auf 14,1% im Oktober ab. Im weiteren konnten die Lohnabkommen trotz der Rückkehr zu freien Lohnverhandlungen zwischen Gewerkschaften und Arbeitgebern anfangs August bisher in den vorgesehenen Grenzen gehalten werden. Umgerechnet auf Jahresbasis nahmen die Löhne bis Ende September um 8,8% zu.

Vor allem auf dem Gebiet des Außenhandels traf eine wesentliche Verbesserung ein. Im dritten Quartal sowie im Oktober war die Handelsbilanz praktisch ausgeglichen. Diese Entwicklung wurde vor allem durch eine merkliche Abschwächung der Importe verursacht. Diese nahmen im dritten Quartal gegenüber der Vorperiode um etwa 4% ab. Die Ertragsbilanz, welche seit August dieses Jahres beträchtliche Überschüsse auswies, war für die ersten zehn Monate leicht positiv.

Diese günstige Tendenz der wirtschaftlichen Entwicklung erlaubte der Regierung, im Hinblick auf den Arbeitsmarkt die restriktive Politik etwas zu lockern. Die Arbeitslosenzahl betrug Mitte November 6,1% der aktiven Bevölkerung.

In *Italien* hatte sich die Konjunktur im Sommer abgeschwächt. Im Vergleich mit der Vorjahresperiode reduzierte sich die industrielle Produktion im dritten Quartal um ungefähr 5%. Die Situation am Arbeitsmarkt hat sich weiter verschlechtert und führte zu einer Verschärfung der Arbeitskonflikte. Im September gingen dadurch mehr als 4 Mio Arbeitsstunden verloren.

Fortschritte in der Inflationsbekämpfung zeichnen sich nur sehr zögernd ab. Die monatliche Erhöhung der Preise, welche im Juli 0,8% und im August 0,7% betrug, stieg in den beiden folgenden Monaten auf 1,1%. Im Oktober lag die jährliche Zuwachsrate der Lebenshaltungskosten bei 16,6%.

Die Handelsbilanz wies im dritten Quartal einen Überschuß von 325 Mrd Lire aus gegenüber einem Defizit von 900 Mrd im Vorquartal. Die Verbesserung ergab sich aus einer Abschwächung der Importzunahme. Wertmäßig reduzierte sich die Erhöhung der Einfuhren (auf Jahresbasis) von 18,6% im zweiten auf 7,3% im dritten Quartal. Gleichzeitig nahm jedoch auch die Zunahme der Exporte von 33,4% auf 21,1% ab. Die Zahlungsbilanz war in der Periode vom August bis Oktober immer positiv. In den ersten zehn Monaten betrug der Überschuß 1634 Mrd Lire verglichen mit einem Defizit von 1914 Mrd in der entsprechenden Vorjahresperiode.

Die wirtschaftliche Entwicklung in den *Vereinigten Staaten* hat sich im dritten Quartal abgeschwächt. Auf Jahresbasis hat sich das reale Bruttosozialprodukt im dritten Quartal um 4,7% erhöht verglichen mit 6,2% im zweiten und 7,1% im ersten Quartal. Wenn auch dieser Rückgang erwartet werden konnte, so blieb die Zunahme des realen Bruttosozialprodukts auf einem relativ hohen Niveau. Diese Tendenz scheint aufgrund der verfügbaren Indikatoren anzuhalten. Im Oktober erhöhte sich die industrielle Produktion im Vergleich mit dem Vorjahresmonat um 6,8% gegenüber durchschnittlich 5,9% im dritten Quartal. In den gleichen Bezugsperioden nahmen die Detailhandelsumsätze um 10,8% und 9,5% zu. Ebenso haben sich die Einkommen der Privaten stark erhöht. Im Oktober betrug die jährliche Zuwachsrate 11,8% gegenüber 11,1% im dritten Quartal.

Die Zunahme der aktiven Bevölkerung verhinderte immer noch eine wesentliche Verbesserung der Arbeitslosenzahl. Obwohl sich die Zahl der Beschäftigten gegenüber Oktober 1977 um 3,5 Mio erhöhte, betrug die Arbeitslosenquote noch 7%.

Die Preisentwicklung hat sich stabilisiert. Die jährliche Zuwachsrate der Großhandelspreise blieb unter 6%, und diejenige der Konsumentenpreise verringerte sich von 6,7% im zweiten und 6,6% im dritten Quartal auf 6,5% im Oktober.

Im dritten Quartal blieb der Außenhandel praktisch auf dem Niveau der Vorperiode, so daß das Handelsbilanzdefizit unverändert 6,7 Mrd Dollar betrug. Mit dem streikbedingten Rekorddefizit von 3,1 Mrd Dollar im Oktober stieg der Passivsaldo auf 22,4 Mrd Dollar für die ersten zehn Monate dieses Jahres verglichen mit nur 4 Mrd für die gleiche Vorjahresperiode.

Das Wachstum verlangsamte sich ebenfalls in *Japan*. Der Index der industriellen Produktion schwächte sich im dritten Quartal gegenüber der Vorperiode um 1,1% ab und erreichte im Jahresvergleich nur noch eine Zunahme von 2,1%. Der Konsum und die privaten Investi-

tionen nahmen nur sehr zögernd zu, und die wichtigsten Impulse der Belebung der Inlandnachfrage gingen von der öffentlichen Hand aus.

Die Exporte haben sich weiter stark ausgeweitet. Im Vergleich mit dem Vorjahr erhöhten sie sich im dritten Quartal um 18,3%, während die Importe in der gleichen Periode nur um 6,7% zunahmten. Der Handelsbilanzüberschuß hat sich von 3,9 Mrd Dollar im zweiten auf 4,9 Mrd Dollar im dritten Quartal erhöht. Diese Tendenz bestätigte sich auch im Oktober. In den ersten zehn Monaten erhöhte sich der positive Saldo der Handelsbilanz auf 13,4 Mrd Dollar gegenüber 6,6 Mrd in der Vorjahresperiode. In der gleichen Periode nahm der Überschuß der Ertragsbilanz von 1,8 auf 7,8 Mrd Dollar zu.

Auf dem Gebiet der Preise hielt die Stabilisierung an. Während sich die Großhandelspreise im September auf dem Niveau der Vormonate hielten, betrug die Zunahme der Konsumentenpreise 7,6% gegenüber 9,4% im März und 8,5% im Juni. Die Zahl der Arbeitslosen betrug im dritten Semester durchschnittlich 1,05 Mio oder 4,3% mehr als in der entsprechenden Vorjahresperiode.

Das internationale Währungsgeschehen

An der Jahrestagung des Internationalen Währungsfonds im September ergaben sich keine neuen Entwicklungen auf währungspolitischem Gebiet. Die bereits im Frühjahr 1976 verabschiedete Statutenreform und die 6. Quotenerhöhung sind immer noch nicht in Kraft getreten, da sie noch nicht mit den erforderlichen Mehrheiten ratifiziert worden sind. Über die Modalitäten der bereits im April vom Interimsausschuß grundsätzlich akzeptierten 7. Quotenrevision konnte man sich auch im September noch nicht einigen. Umstritten sind immer noch die Höhe der Aufstockung und ihre Verteilung auf die einzelnen Mitgliedsländer. Bei der zusätzlichen Finanzierungsfazilität des IWF – auch unter der Bezeichnung Witteveen-Fazilität bekannt – haben in der Zwischenzeit auch Abu Dhabi und Nigeria ihre Beiträge auf 150 resp. 220 Mio SZR festgelegt. Zudem hat Venezuela seinen Beitrag nachträglich von 450 auf 500 Mio SZR erhöht. Der Gesamtbetrag beläuft sich damit auf rund 8,7 Mrd SZR (etwa 10,3 Mrd \$). Die neue Fazilität wird allerdings erst in Kraft treten, wenn definitive Zusagen über 7,75 Mrd SZR, davon von sechs der wichtigsten Teilnehmer, vorliegen. Dies bedeutet insbesondere, daß der Beitrag der USA zuerst vom amerikanischen Kongreß genehmigt werden muß. Nach den vorliegenden Informationen wird dies erst im Laufe des nächsten Jahres der Fall sein.

Das Geschehen an den Devisenmärkten verlief in den vergangenen Monaten weiterhin äußerst lebhaft. Im Mittelpunkt des Interesses standen die währungspolitische Auseinandersetzung zwischen den USA und Japan einerseits und das weitere Erstarken des Pfund Sterling andererseits.

Der amerikanische Dollar blieb nach dem Schwächeanfall im Juli bis gegen Ende September gegenüber den

wichtigsten Währungen einigermaßen stabil. Im Oktober folgte jedoch wieder eine neue Abschwächung gegenüber den Währungen der wichtigsten übrigen Industrieländer, die sich im November noch verstärkte. Verschiedene Gründe waren für diesen Kursrückgang verantwortlich. Einmal hielten die hohen Defizite in der Handels- und Ertragsbilanz an. Die USA werden im laufenden Jahr in absoluten Beträgen das größte Ertragsbilanzdefizit aller Länder aufweisen. Gemäß den bisher vorliegenden Prognosen dürfte sich die Situation auch im nächsten Jahr kaum verbessern. Im weiteren nahmen die amerikanischen Behörden weiterhin eine zwiespältige Haltung zum Wechselkurs ihrer Währung ein. Einerseits betonten sie die Bedeutung eines starken Dollars für die amerikanische Wirtschaft. Andererseits unternahmten sie jedoch keine konkreten Schritte, um den Kursverfall aufzuhalten. Zudem wiederholten sie die Erklärung, insbesondere der Wechselkurs des japanischen Yen müsse zur Beseitigung der bestehenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte ansteigen. Das relativ starke Geldmengenwachstum und die Kontroverse zwischen Regierung und Federal Reserve Board über den Kurs der Geldpolitik wirkten sich ebenfalls negativ auf die Kursentwicklung aus. Ein weiterer negativer Faktor war die weitgehende Einstellung der Interventionskäufe durch die Bank von England Ende Oktober. Da sich andererseits die Währung Kanadas als dem wichtigsten Handelspartner der Vereinigten Staaten noch stärker abschwächte, sank der mit dem Außenhandel gewichtete Wechselkurs des amerikanischen Dollars relativ wenig. Ebenso schwächte sich der Dollar gegenüber dem Sonderziehungsrecht von Ende August bis Ende November lediglich um 2,3% ab. Gegenüber dem Yen betrug der Kursrückgang dagegen 8,8%, gegenüber dem Schweizerfranken 9,7% und gegenüber der D-Mark 4,9%.

Der Yen stand wie erwähnt unter beträchtlichem Aufwertungsdruck. Die starken Überschüsse in der japanischen Handels- und Ertragsbilanz, die im laufenden Jahr etwa 17 Mrd bzw. 10 Mrd Dollar erreichen werden, waren zunehmender internationaler Kritik ausgesetzt. Unter anderem wurde Japan eine expansivere Wirtschaftspolitik nahegelegt. Diesen Forderungen kam Japan in der Berichtsperiode mit der Senkung des Diskontsatzes (von 5 auf 4,25%) und der Mindestreserven sowie mit einem Programm zur Stimulierung der Binnenwirtschaft nach. Der Ruf nach protektionistischen Maßnahmen gegen Importe aus Japan hielt jedoch, insbesondere in den USA, an. Die japanischen Währungsbehörden verzichteten unter diesen Umständen vorerst darauf, sich der Höherbewertung des Yen ernsthaft zu widersetzen. Als jedoch der Kurs im November bis auf 240 Yen pro Dollar anstieg, begannen sie, dieses Niveau mit stärkeren Interventionen zu verteidigen. Zudem verboten sie zur Dämpfung des Geldzuflusses aus dem Ausland Mitte November den Verkauf kurzfristiger Staatspapiere an Ausländer und belegten den Zuwachs ausländischer Yen-Guthaben mit 50% Mindestreserven. Ende November hatte die Höherbewertung des Yen gegenüber dem Dollar 20% seit Jahresanfang erreicht.

Nachdem die Bank von England Ende Juli die Fixierung des Pfundkurses bei 1,72 Dollar aufgegeben hatte, hielten jedoch die Kapitalzuflüsse an, und die Bank tätigte weiterhin in erheblichem Umfang Interventionskäufe, um den Kursanstieg des Pfundes mit Rücksicht auf die Exportindustrie in Grenzen zu halten. Innert fünf Wochen wurde bis Mitte Oktober auch die Minimum Lending Rate von 7 auf 5% reduziert. Bis Ende September gelang es, den Pfundkurs bei 1,74 Dollar relativ stabil zu halten. Die erneute Dollarschwäche im Oktober führte jedoch zu einem verstärkten Aufwertungsdruck. Ende Oktober beschloß deshalb die Bank von England, die Interventionskäufe einzustellen und den Wechselkurs mehr oder weniger freizugeben. Zu dieser Entscheidung hat auch die Tatsache beigetragen, daß die starke Ausdehnung der internen Liquidität durch die Interventionskäufe die Einhaltung des Geldmengenziels in zunehmendem Maße gefährdete. Ende Oktober betragen denn auch die britischen Währungsreserven 20,2 Mrd Dollar, was gegenüber Ende 1976 beinahe eine Verfünffachung bedeutete. Nach der Einstellung der Interventionen stieg der Pfundkurs kurzfristig um 3,5% auf 1,84 Dollar. Dieses Niveau konnte jedoch wegen der erneuten Verhärtung in den lohnpolitischen Diskussionen in der Folge nicht ganz gehalten werden. Ende November lag der Kurs der britischen Währung bei 1,8150 Dollar. Das aufgrund der Geldzuflüsse aus dem Ausland stark beschleunigte Geldmengenwachstum veranlaßte die Währungsbehörden in der zweiten Novemberhälfte dazu, die Minimum Lending Rate wieder von 5 auf 7% zu erhöhen, um die Kreditexpansion zu bremsen.

Die Kursentwicklung der D-Mark wurde durch die Vorgänge an den Devisenmärkten in den vergangenen Monaten weniger berührt als in früheren Perioden. Die im allgemeinen unbefriedigend beurteilte Konjunkturentwicklung und die relativ expansive Geldpolitik (u.a. Senkung der Mindestreserven um 10% per 1. September) führten dazu, daß die D-Mark weniger unter Aufwertungsdruck geriet als der Yen und der Schweizerfranken. Die Höherbewertung betrug von Ende August bis Ende November 4,2% gegenüber dem Dollar und 2,5% gegenüber dem gewogenen Durchschnitt der Währungen der 22 wichtigsten Handelspartner.

Die französische und die italienische Währung konnten sich in der Berichtsperiode gegenüber dem Dollar leicht um 1,0 resp. 0,5% befestigen, schwächten sich jedoch gegenüber den stärkeren Währungen ab.

Innerhalb der europäischen Währungsschlange traten nach den Mittelkurskorrekturen bei den skandinavischen Währungen Ende August keine ernsthaften Spannungen auf. Lediglich die belgische und die niederländische Währung gerieten im November zeitweise etwas unter Druck. Aus diesem Grund wurde denn auch in den Niederlanden am 11. November der Diskontsatz von 3,5 auf 4,5% erhöht.

Von den übrigen Währungen ist zu vermerken, daß Israel am 28. Oktober den Wechselkurs seiner Währung freigegeben und gleichzeitig auch seine Devisenkontrollen weitgehend aufgehoben hat.

Der Goldpreis stieg von 145 Dollar pro Unze Ende August kontinuierlich bis auf 168 Dollar am 11. November. Darauf folgte eine unerwartet starke Reaktion, und der Preis fiel innert weniger Tage auf 156 Dollar zurück, erholte sich jedoch gegen Ende November wieder auf 160 Dollar. Die Goldauktionen des IWF in den vergangenen drei Monaten erfolgten zu Preisen von durchschnittlich 147,78, 155,14 und 161,86 Dollar pro Unze.

Die wirtschaftliche Entwicklung der Schweiz

In den Monaten Juli bis Oktober trat wieder eine leichte Beschleunigung des Wachstumsrhythmus ein, nachdem in der vorangegangenen Berichtsperiode eine vorübergehende und geringfügige Abschwächung der Belegung eingetreten war. Letztere war hauptsächlich durch eine Verlangsamung des Exportanstieges bedingt. Die neuerliche Wachstumsbeschleunigung wurde sowohl durch die Ausland- als auch die Binnennachfrage verursacht. Hervorzuheben sind in diesem Zusammenhang der gegenüber dem zweiten Quartal 1977 verstärkte private Konsum sowie die vergrößerte Investitionsnachfrage. Diese beruhte hauptsächlich auf Rationalisierungs- und Erneuerungsbedarf. Damit im Zusammenhang dürfte auch die im industriellen und gewerblichen Bausektor sich vollziehende schwache Belegung stehen.

Die seit Mitte Jahr eingetretene markante Frankenhause scheint den ausländischen Auftragseingang sowie das Exportgeschäft bislang noch kaum beeinträchtigt zu haben. Dagegen wirkte sich die Höherbewertung auf die Preise der eingeführten Waren aus; das Preisniveau importierter Güter war rückläufig. Hingegen trat auf der Konsumstufe (gemessen am Konsumentenpreisindex) eine leichte Beschleunigung ein. Die Preisstabilität scheint aber vorderhand kaum gefährdet zu sein.

Durch die Produktionssteigerung konnte sowohl die Kurz- als auch die Ganzarbeitslosigkeit weiter abgebaut werden. In einzelnen Branchen und Regionen wurde die Verknappung des Arbeitskräfteangebots zu einem eigentlichen Problem. Verschärfend wirkten sich die immer noch zu verzeichnenden Ausreisen ausländischer Arbeitskräfte aus.

Die seit Beginn des Jahres eingetretene konjunkturelle Belegung fand in den in letzter Zeit veröffentlichten Prognosen ihren Niederschlag. Für das laufende Jahr wird mit einem gesamtwirtschaftlichen realen Wachstum von 2-3% gerechnet, was gegenüber dem Rückgang von 1,3% im Vorjahr einen recht beachtlichen Umschwung darstellt. Dabei zeichnet sich eine Teuerung von lediglich 1,5-2% ab. In diesem Jahr dürften somit drei wirtschaftspolitische Hauptziele, nämlich Wachstum, Preisniveaustabilität und Vollbeschäftigung weitgehend erreicht werden.

Im dritten Quartal erfuhren die *Exporte* mit Jahreszuwachsrate von nominal 16% und real 14,1% eine gegenüber dem Vorquartal mäßige Belegung. Im Oktober trat – gemessen an den Jahreszuwachsrate – eine Abschwä-

chung des Auftriebes ein (nominal +3,8%, real +1,5%). Diese Verlangsamung beruht vor allem auf einem statistischen Basiseffekt. Im Oktober 1976 war mindestens volumenmäßig eine markante Exportsteigerung zu verzeichnen gewesen. Aus dem Vergleich zwischen nomineller und realer Entwicklung läßt sich die Entwicklung der Preismittelwerte ablesen. Diese bewegen sich seit Monaten ungefähr zwischen -1 und 4%. Obschon generell betrachtet im Export keine wesentlichen Preiserhöhungen durchzusetzen sein dürften, hat sich die Ertragsentwicklung in der Industrie verbessert, und zwar im wesentlichen aufgrund der teilweise rigorosen Rationalisierungs- und Kosteneinsparungsbemühungen.

Volumenmäßig am stärksten zugenommen haben die Exporte der Metallindustrie (3. Quartal +14,1%; Oktober +6,8%). Innerhalb dieses Wirtschaftszweiges wiesen die Exporte optischer und feinmechanischer Geräte, elektrischer Maschinen und Apparate gegenüber der vorangegangenen Berichtsperiode eine spürbare Belegung auf. Ein weiteres Indiz für eine leichte Klimaverbesserung ergibt sich aus den neuesten Angaben über den wertmäßigen Auftragseingang, insbesondere aus dem Ausland, in der schweizerischen Maschinen- und Metallindustrie. Der Anteil der Auslandaufträge hat sich auf über 70% des Bestimmungsvolumens erhöht. Der Auftragsvorrat blieb hingegen mit 7,5 Monaten stabil. Gegenüber dem zweiten Quartal konnten sowohl die chemische Industrie (3. Quartal: +10,0%, Oktober: +0,3% im Vorjahresvergleich) als auch aus saisonalen Gründen die Textil- und Bekleidungsindustrie (3. Quartal: +8,1%, Oktober: +10,6% im Vorjahresvergleich) eine Zunahme des Auslandgeschäftes verzeichnen. Die Nahrungs- und Genussmittelindustrie erfuhr im dritten Quartal eine Steigerung um 13,1% und im Oktober um 3,6% verglichen mit der Referenzperiode des Vorjahres.

Bei den *Importen* hat sich in der Berichtsperiode – mindestens wertmäßig – eine geringfügige Abschwächung des Wachstums gegenüber dem zweiten Quartal ergeben. Die Importe erhöhten sich im Vorjahresvergleich im dritten Quartal um 17,1%, im Oktober um 11,4%. Volumenmäßig lagen die Einfuhren im dritten Quartal um 10,9% und im Oktober um 6,9% über dem Vorjahresergebnis. Die wertmäßige Verringerung des Auftriebs war teilweise saisonal bedingt, schwächte sich doch die Steigerung der Einfuhren der Energieträger gegenüber der vorangegangenen Berichtsperiode deutlich ab. Gemessen an den Jahreszuwachsrate setzte sich bei den volumenmäßigen Zufuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten eine abschwächende Tendenz (3. Quartal: +10,6%, Oktober: +0,9%) durch. Diese könnte mit Lagerbewegungen zusammenhängen. In einzelnen Branchen dürfte der Lageraufbau vorerst zum Abschluß gekommen sein. Die Steigerung der Investitionsgütereinfuhren betrug im Vorjahresvergleich im dritten Quartal 22,7%, im Oktober 18,7%. Diese Zunahmen liegen deutlich über den in diesem Jahr bereits erreichten Größen und können als Ausdruck eines sich verbessernden Investitionsklimas aufgefaßt werden. Dabei ist nicht zu übersehen, daß der Zwang zu Rationalisierungs- und Neuinvestitionen aufgrund des bestehenden internationalen Konkurrenz-

kampfes anhaltend groß ist, wenn nicht Marktanteile eingebüßt werden sollen. Mit einer volumenmäßigen Jahreszuwachsrate von 9,4% im dritten Quartal verharteten die Konsumgütereinfuhren auf dem Vorquartalsniveau (Oktober 1977/76: real +10,6%).

Angesichts der gegen Ende des dritten Quartals zu verzeichnenden leichten Abschwächung der Einfuhren sowie der mäßig gestiegenen Ausfuhren verringerte sich in den letzten Monaten die Passivierungstendenz der *Handelsbilanz*. Im dritten Quartal belief sich der Passivsaldo noch auf 605,4 Mio Franken, während im Oktober ein Aktivsaldo von 7,5 Mio Franken ausgewiesen wurde.

Bei praktisch stagnierenden Realeinkommen der privaten Haushalte vergrößerte sich die Konsumneigung gegenüber dem zweiten Quartal. Die realen *Kleinhandelsumsätze* lagen im dritten Quartal im Durchschnitt um 3,0% über der Referenzperiode des Vorjahres (nominal 4,3%). Nach wie vor scheint der Nachholbedarf an dauerhaften Konsumgütern die Umsätze zu dominieren.

Aufgrund der gesamtwirtschaftlichen Nachfrageentwicklung ist anzunehmen, daß auch die industrielle *Produktion* im dritten Quartal über dem Stand vor Jahresfrist lag. Im zweiten Quartal war eine Steigerung der Industrieproduktion um 6,4% zu verzeichnen. Die Produktionsausdehnung reichte jedoch nicht aus, die Kapazitätsauslastung zu erhöhen. Mit 80% verharrte sie auf dem Vorquartalsniveau. Es ist jedoch anzunehmen, daß ein Teil der noch unausgenützten Kapazitäten nicht mehr dem neuesten technologischen Stand entspricht.

In der *Bauindustrie* zeichnete sich gegenüber der vorangegangenen Berichtsperiode keine wesentliche Veränderung ab. Die Wohnungsproduktion in 92 Städten erreichte im dritten Quartal eine Steigerung von 16,1% (im Vorjahresvergleich), während die Baubewilligungen 7,3% unter dem Vorjahresniveau lagen. Im Einfamilienhausbau war aufgrund des vorlaufenden Indikators «neubewilligte Baukredite» ein Anhalten des Booms festzustellen. Im industriellen Bau sind, gemäß den Planvorlagen, die Projekte für Umbauten (3. Quartal +52,5%) und für Neu- und Erweiterungsbauten (3. Quartal +31,1%) weiter gestiegen. Seit vier resp. fünf Quartalen liegen die Planvorlagen in diesen beiden Sparten über jenen der Referenzperiode. Im Bausektor dürfte somit insgesamt die Stabilisierung anhalten, wie auch aus den beiden verfügbaren Baukostenindices hervorgeht. Sowohl der Zürcher als auch der Berner Baukostenindex deuteten im April (+2,9%) bzw. im Juni (+2,2%) auf ein Ende des Preisrückganges hin.

Im *Tourismus* konnte im dritten Quartal gegenüber dem Vorjahr eine Steigerung der Logiernächte von 6,4% verzeichnet werden, wobei die Frequenzen der Inländer um 3,1% und jene der Ausländer um 8,5% zunahmen.

Das allgemein verbesserte konjunkturelle Klima bewirkte in den letzten Monaten einen weiteren Abbau der *Ganz- und Teilarbeitslosigkeit*. Ende September wurden noch 7752 Ganzarbeitslose sowie 7253 offene Stellen ge-

meldet. Aus saisonalen Gründen stieg im Oktober die Zahl der Ganzarbeitslosen auf 8542 an. Die Zahl der offenen Stellen erhöhte sich ebenfalls, und zwar um 259 auf 7512. Von den zuständigen Arbeitsämtern wurden Ende Oktober noch 3191 Teilarbeitslose registriert. In der Berichtsperiode stiegen die Meldungen über die Verknappung des Arbeitskräfteangebots. Fehlten bis anhin vor allem qualifizierte Arbeitskräfte, so deckt nun der Mangel an Mitarbeitern in den betroffenen Branchen das gesamte Spektrum der beruflichen Qualifikationen ab.

Die fortschreitende konjunkturelle Belebung vollzog sich bei anhaltender *Preisniveaustabilität*. Die Frankenhause, die nach einem Jahr praktischer Stabilität im Juni begann, dürfte einen weiteren Anstieg der Importgüterpreise weitgehend verhindert haben. Bereits im August sowie in den folgenden beiden Monaten setzte sich der Trend sinkender Preise durch. Im August lag der Index der Importwaren auf der Großhandelsstufe um 1,3%, im September um 1,0% und im Oktober um 2,5% unter dem jeweiligen Vorjahresniveau. Der Index der Inlandwaren war während der ganzen Berichtsperiode praktisch stabil, so daß sich der Totalindex der Großhandelspreise leicht zurückbildete (August -0,7%, September -0,3%, Oktober -0,7% gegenüber dem jeweiligen Vorjahresmonat). Auf der Konsumstufe trat eine leichte Beschleunigung des Preisauftriebs ein. Im dritten Quartal lag der Index der Konsumentenpreise um 1,5% über der Referenzperiode des Vorjahres (2. Quartal 1977/76: 1,4%, 1. Quartal 1977/76: 1,0%). Im Oktober wurde eine Jahressteuerung von 1,6% ausgewiesen. Der Oktoberindex wurde zudem erstmals nach den revidierten Grundlagen berechnet, wobei die Umstellung vom alten zum neuen Index keine zusätzliche Teuerung bewirkt hat. Auf den Preisindex hat sich u.a. der Abbau der Subventionen für Brot und Butter ausgewirkt.

Die Entwicklung am Geld- und Kapitalmarkt

In der Berichtsperiode (September bis November) erfuhr der Kurs des Schweizerfrankens trotz zeitweise starker Devisenmarktinterventionen seitens der Nationalbank eine erhebliche Höherbewertung. Der Kapitalmarkt war über weite Strecken durch einen Nachfrageüberhang gekennzeichnet, der die Obligationenrenditen auf einen Jahrestiefstwert sinken ließ. Der Geldmarkt befand sich zumeist in liquider Verfassung. Die kurzfristigen Zinssätze sanken zunächst weiter, stiegen jedoch im November wieder etwas an.

Nachdem sich die Geldmenge M_1 (Bargeldumlauf und inländische Sichteinlagen des Nichtbankensektors) im ersten Semester mit einer durchschnittlichen jährlichen Zuwachsrate von 6,2% ausdehnte, betrug die entsprechende Expansionsrate im 3. Quartal 1977 noch 3,5%, d.h. sie lag unter der Zielgröße. Im Durchschnitt der Monate Januar bis September 1977 erhöhte sich M_1 im Vorjahresvergleich um 5,3%, womit die von der Nationalbank anvisierte Zielgröße von 5% annähernd erreicht wurde.

Während der Bargeldumlauf im 3. Quartal mit einer durchschnittlichen jährlichen Zuwachsrate von 5,2% anstieg und damit im Rahmen der Entwicklung der vorausgegangenen Quartale blieb, zeichnete sich bei den Sichteinlagen eine neuerliche Wachstumsverlangsamung ab. Im Durchschnitt des 3. Quartals belief sich das Wachstum der Sichtdepositen im Vorjahresvergleich auf 2,6% gegenüber 4,0% im 2. Quartal. Die monatliche Jahreszuwachsrate der Sichteinlagen erreichte im Februar dieses Jahres noch 11,8%, sank aber dann kontinuierlich auf 1,5% im Juli. Als Folge der in der zweiten Jahreshälfte wieder tieferen Festgeldsätze erhöhte sich die Wachstumsrate bis Ende September wiederum auf 3,8%, da in gewissem Umfang Umschichtungen von Zeit- auf Sichteinlagen vorgenommen worden sein dürften.

Das Wachstum der monetären Basis und namentlich der bereinigten monetären Basis (monetäre Basis abzüglich Refinanzierungskredite) beschleunigte sich im 3. Quartal rein statistisch gesehen deutlich. Die jährliche Zuwachsrate der monetären Basis stieg im Laufe des 3. Quartals von 0,1% (Juni) auf 2,8% (September) an, diejenige der bereinigten monetären Basis von -6,2% (Juni) auf +12,5% (September).

Diese auffällige Entwicklung der bereinigten monetären Basis war jedoch nicht auf eine grundsätzliche Kursänderung der Geldpolitik zurückzuführen, sondern stammte vielmehr von einem statistischen Basiseffekt her, der mit einer geänderten Refinanzierungspolitik der Nationalbank im Zusammenhang stand. Während im 3. Quartal des Vorjahres die Refinanzierungskredite – vor allem infolge Dollar-/Frankenswaps – ein beträchtliches Volumen erreichten, fielen sie im entsprechenden Quartal des laufenden Jahres gering aus. Als Folge dieser gegenläufigen Entwicklung stiegen die Jahreszuwachsrate der bereinigten monetären Basis vergleichsweise stark an, ohne daß sich die Geldmengenpolitik grundsätzlich geändert hätte.

Der Geldmarkt zeichnete sich in der Berichtszeit durch eine ausreichend liquide Verfassung aus. Die Nationalbank versuchte, die zeitweise hektischen Bewegungen des Schweizerfrankenkurses mittels Interventionen auf dem Devisenkassamarkt zu dämpfen, so daß die Dollar-käufe die Dollarabgaben im Rahmen der bewilligungspflichtigen Kapitalexportgeschäfte vorübergehend deutlich überstiegen. Die dadurch neu geschaffene Liquidität wurde einerseits durch den Abschluß von Franken-/Dollarswaps – «umgekehrte» oder Abschöpfungs-Swaps – mit den Banken, andererseits durch die Ausgabe von Sterilisierungsreskriptionen wieder absorbiert. Der für den Geldmarkt repräsentative Eurofrankensatz für Dreimonatsgeld sank im Oktober und anfangs November vorübergehend unter 2%, nachdem er im September kurzfristig auf 2¾% angestiegen war. Die Großbanken reduzierten ihre Festgeldsätze in zwei Schritten (13. und 21. Oktober) auf 1¾% für Kundendepots von 3–5 Monaten (-½%), 2% für Gelder auf 6–11 Monate (-¾%) und 2½% für Jahresgeld (-½%).

In den ersten drei Wochen des Monats September beliefen sich die Giro Guthaben der Wirtschaft auf leicht über 6 Mrd Franken, und der Eurogeldsatz für Dreimonatsfranken stieg von 2% auf 2¾% an. Die im Zuge der Devisenmarktinterventionen erfolgte Alimentierung des Geldmarkts wurde laufend mittels Abschluß von umgekehrten Swaps mit Laufzeiten von 7–90 Tagen neutralisiert. Der zu den geldwirtschaftlichen Spitzenterminen zählende Septemberultimo konnte reibungslos abgewickelt werden. Einerseits erreichten die Devisenmarktinterventionen in der letzten Septemberwoche ein beträchtliches Ausmaß, andererseits wurde den Banken durch die Auflösung von Abschöpfungsswaps Liquidität zugeführt. In den Giro Guthaben von Banken, Handel und Industrie, die Ende September einen Stand von 10,4 Mrd Franken erreichten, waren Ultimoswaps in Höhe von 1,1 Mrd Franken enthalten. Weitere rund 1,6 Mrd Franken beschafften sich die Banken durch die zusätzliche Beanspruchung der Diskont- und Lombardkredite und 0,8 Mrd Franken durch die Pensionierung von Sterilisierungsreskriptionen. Insgesamt erreichte die Überbrückungshilfe der Nationalbank Ende September 3,6 Mrd Franken. Überdies gelangten vor dem Ultimo Abschöpfungsswaps im Betrage von 0,6 Mrd Franken zur Fälligkeit. In der ersten Oktoberhälfte wurden die Ultimofinanzierungshilfen der Notenbank ohne Schwierigkeiten zurückbezahlt. Die im Zuge der zeitweise hohen Devisenmarktinterventionen erfolgte Alimentierung des Geldmarktes wurde noch akzentuiert durch die Rückbildung des Notenumlaufs und die Abnahme der Bundesguthaben bei der Nationalbank, so daß die Giro Guthaben der Wirtschaft trotz neuer Abschlüsse von Abschöpfungsswaps Mitte Oktober 7 Mrd Franken betragen. Die reichliche Mittelversorgung widerspiegelte sich in einem raschen Abgleiten des Dreimonats-Eurofrankensatzes von 2½% Ende September auf 2% Mitte Oktober sowie einer zweimaligen Reduktion der Festgeldsätze der Großbanken im Oktober.

Die Abwicklung des Oktoberultimos verlief ohne Verknappungserscheinungen, obwohl den Banken in der letzten Oktoberwoche durch den Anstieg des Notenumlaufs und die Zunahme der übrigen Sichtgelder Marktmittel im Betrag von 1,2 Mrd Franken entzogen wurden. Durch die Auflösung von Abschöpfungsswaps und die Gewährung von Ultimofinanzierungshilfen in der Höhe von insgesamt 1,1 Mrd Franken konnten die liquiditätsabsorbierenden Bewegungen jedoch mehr als kompensiert werden, so daß die Giro Guthaben der Wirtschaft Ende Oktober einen Stand von 7,5 Mrd Franken erreichten.

In der ersten Novemberhälfte verminderten sich die Marktmittel infolge der Rückzahlung der kurzfristigen Überbrückungshilfen und der Dollarabgaben für bewilligungspflichtige Kapitalexporte. Um die im Zuge der während der Monate September und Oktober erfolgten Interventionskäufe am Devisenmarkt erhöhte Liquidität des Bankensystems wieder zu normalisieren, plazierte die Nationalbank bei den Banken Sterilisierungsreskriptionen im Betrage von 800 Mio Franken, die zu einem unter dem Marktniveau liegenden Satz verzinst sind und am 17. November liberiert wurden.

In der zweiten Novemberhälfte wurden die Interventionskäufe am Devisenmarkt im Zuge der neuerlichen Dollarbaisse wieder verstärkt, so daß die Dollarkäufe der Nationalbank die Abgaben für bewilligungspflichtige Kapitalexportgeschäfte überstiegen. Überdies schloß die Nationalbank mit den Banken kurzfristige Dollar-/Frankenswaps (Ultimoswaps) im Betrage von 300 Mio US-Dollar ab. Der Notenumlauf erhöhte sich in der zweiten Novemberhälfte um 1106 Mio Franken, und die übrigen Girogelder, die namentlich die Sichtguthaben der Bundesverwaltung umfassen, stiegen um 736 Mio Franken an. Am Novemberultimo beanspruchten die Banken zusätzliche Diskont- und Lombardkredite im Betrag von 1,3 Mrd Franken; die Giroguthaben der Wirtschaft bei der Nationalbank betragen am Monatsende 7,2 Mrd Franken.

Die Entwicklung an den Devisenmärkten war in der Berichtszeit (September bis November) durch eine deutliche Höherbewertung des Schweizerfrankens gekennzeichnet. Der Frankenkurs blieb einzig gegenüber dem japanischen Yen, der ebenfalls unter starken Aufwertungsdruck geriet, einigermaßen stabil. Die am 26. September erlassene Einschränkung bezüglich der Devisentermingeschäfte der Banken zeigte nur eine kurzfristige Wirkung. Gemäß dieser Restriktion wurden ab 27. September 1977 die Frankenterminverkäufe an Ausländer mit Laufzeiten von weniger als einem Monat bis auf weiteres verboten. Das Volumen der längerfristigen Terminkontrakte bleibt auf 40% des Standes von Ende Oktober 1974 beschränkt, wobei die Mindestlaufzeit nun einen Monat gegenüber bisher zehn Tagen betragen muß.

Die Franken/Dollar-Relation betrug anfangs September noch 2.40, und der D-Mark-Kurs lag bei 103. Im Laufe der Periode September bis November schwächte sich der US-Dollar gegenüber dem Franken auf 2.16 ab, und die D-Mark notierte Ende November noch 97. Der Kurs des englischen Pfundes sank von 4.18 anfangs September auf 3.97 Ende Oktober, stieg sodann kurzfristig wieder auf 4.13, nachdem die Bank von England ihre Dollarkäufe anfangs November einstellte, fiel in der Folge jedoch wieder auf 3.92 Ende November zurück.

Der mit den Exporten nach den 15 wichtigsten Handelspartnern der Schweiz gewogene Aufwertungssatz des Schweizerfrankens stieg von Ende August bis Ende November um 8,3%. Im Vorjahresvergleich belief sich die exportgewichtete Höherbewertung des Frankenkurses auf 10,9%.

Die Vereinbarung zwischen der Schweizerischen Nationalbank und den Schweizerbanken über die Milderung von Liquiditätsschwierigkeiten in der Exportwirtschaft vom 18. April 1975 wurde um weitere sechs Monate bis Ende April 1978 verlängert.

Die Vereinbarung über Devisentermingeschäfte zwischen der Schweizerischen Nationalbank und den Firmen der Uhren-, Textil- und Bekleidungsindustrie wurde nach eingehender Prüfung ein letztes Mal um sechs Monate verlängert. Die Vereinbarung ermöglicht den Firmen der Uhren-, Textil- und Bekleidungsindustrie zur Verminde-

rung ihres Wechselkursrisikos den Abschluß von auf US-Dollar und D-Mark lautenden Devisentermingeschäften mit der Nationalbank zu günstigeren Konditionen als am freien Markt.

Der Kapitalmarkt war in den Monaten September bis November meist durch einen Überhang der Nachfrage nach Obligationen gekennzeichnet, der sich in einem deutlichen Renditerückgang widerspiegelte. Die durchschnittliche Rendite der Bundesanleihen mit Restlaufzeiten von fünf bis zwölf Jahren ermäßigte sich von 4,09% Ende August auf 3,87% Ende November. Die aufgelegten Obligationenanleihen in- und ausländischer Emittenten wurden mehrheitlich deutlich überzeichnet, so daß die Nominalzinssätze reduziert werden konnten. Die Liste der vorzeitig zur Rückzahlung gelangten Anleihen verlängerte sich während der Berichtszeit laufend, so daß die Netto-Beanspruchung des Kapitalmarktes angesichts des ohnehin vergleichsweise bescheidenen Emissionsprogramms relativ gering ausfiel. Begünstigt wurde das Kapitalmarktklima außerdem durch die mehrheitlich sinkenden Geldmarktsätze.

Im September gelangten erstrangig eingestufte inländische Schuldner mit einem Nominalzinssatz von 4¼% und ausländische Emittenten mit einem Coupon von 5% an den Markt. Nachdem die Kraftwerke aufgrund der günstigen Kapitalmarktentwicklung die Nominalzinssätze bereits im September von 4½% auf 4¼% reduzierten, folgten im Oktober die Kantone und Kantonalbanken, die Kernkraftwerke und die erstrangig eingestufteten ausländischen Schuldner mit einem entsprechenden Zinsschritt.

Eine weitere Reduktion der Couponsätze erfolgte im November, so daß fortan Kantone, große Städte und Kraftwerke alle mit demselben Nominalzinssatz von 4% an den Markt gelangten. Da überdies die Kernkraftwerke und die ausländischen Emittenten ihre Coupons auf je 4½% reduzierten, ergab sich eine außergewöhnliche Konzentration der Nominalzinssätze von Titeln unterschiedlicher Schuldnerqualität im Bereiche von 4–4½%. Die Durchschnittsrendite der Bundesobligationen sank anfangs November auf ihren Jahrestiefstwert von 3,83%, stieg jedoch nach der Ankündigung der Abschöpfungsmaßnahme auf dem Geldmarkt – Plazierung von S-Rskriptionen – kurzfristig wieder auf 3,91%. Die 4%-Anleihen erstklassiger inländischer Schuldner notierten im vorbörslichen Handel über pari, so daß der Emissionspreis dieser Anleihen auf 101% festgesetzt werden konnte. Ende November gelangte der Kanton Zürich mit einer Konversionsanleihe zu 3¾% auf 12 Jahre (Ausgabepreis 99%) an den Kapitalmarkt.

Angesichts des großen Nachfrageüberhangs am Obligationenmarkt alimentierte die Nationalbank den Markt zeitweise mit Obligationen aus ihrem eigenen Portefeuille. Die Abnahme der nationalbankeigenen Wertpapiere belief sich in der Berichtszeit auf 39,1 Mio Franken.

Die Zinssenkungsrunden auf dem Anleihensmarkt wirkten sich in den Monaten September bis Oktober nicht

auf die Passiv- und Aktivsätze der Banken aus. Die Konditionen der Kassenobligationen von Groß- und Kantonalbanken blieben unverändert bei 3½% für Titel mit einer Laufzeit von 3–4 Jahren, 3¼% auf 5–6 Jahre und 4% auf 7–8 Jahre. Da auch der Sparheftsatz bei 3% belassen wurde, verblieben die Zinssätze für erste Hypotheken (Wohnungsbau) bei 5%. Angesichts der Tatsache, daß die Obligationenrenditen erstklassiger Inlandschuldner auf unter 4% sanken, verschärfte sich die Konkurrenzsituation auf dem Hypothekarmarkt zusehends, da umfangreiche Mittel von Banken und institutionellen Anlegern aufgrund der vergleichsweise vorteilhaften Renditen in diesen Markt drängten. Obwohl die Banken ihre Konditionen für Hypothekendarlehen nicht änderten, wurden anderswo erstrangige Hypotheken unter 5% angeboten.

Die gemäß Bundesbeschluß über Geld- und Kreditpolitik für die Emissionskontrolle zuständige Kommission genehmigte die für das 4. Quartal 1977 angemeldeten Obligationenanleihen ohne Kürzungen. Der Neugeldbetrag der bewilligten Emissionen beläuft sich auf 1,4 Mrd Franken im Vergleich zu 1,6 Mrd Franken im entsprechenden Vorjahresquartal. Einschließlich der Konversionsanleihen im Betrage von 350 Mio Franken beläuft sich somit das bewilligte Emissionsprogramm für das 4. Quartal auf 1,75 Mrd Franken.

Der Emissionsplafond für öffentliche Anleihen ausländischer Schuldner wurde für die Perioden September/Oktober und November/Dezember auf je insgesamt 580 Mio Franken festgelegt. Frankenanleihen internationaler Organisationen können nach wie vor außerhalb des Plafonds aufgelegt werden. Die Begebung von mittelfristigen Schuldverschreibungen («Notes») sowie die Gewährung von Krediten an ausländische Schuldner unterliegen wie bisher betragsmäßig keiner Beschränkung.

Mit Wirkung ab 14. November 1977 wurden im Bereiche des bewilligungspflichtigen Kapitalexports die Bestimmungen für die Ausgabe mittelfristiger Schuldverschreibungen geändert. Die Modifikation betrifft namentlich die Rückzahlungsmodalitäten, indem Neuemissionen von Notes keine vorzeitigen Kündigungsklauseln mehr enthalten dürfen. Insbesondere in Zeiten währungspolitischer Unruhen mit starkem Aufwertungsdruck auf den Frankenkurs kommt es vermehrt zu vorzeitigen Rückzahlungen und damit zu einer Ballung in der Nachfrage nach Schweizerfranken.

Andererseits hat sich die Nationalbank bereit erklärt, für Rückzahlungen der gemäß Art. 8 des Bankengesetzes bewilligten Kapitalexportgeschäfte vorzeitige Terminkäufe von Schweizerfranken seitens der Schuldner bis zu drei Monaten zuzulassen, auch wenn dadurch der den Banken eingeräumte Plafond für Terminverkäufe an Ausländer allenfalls überschritten wird.

Das inländische Kreditvolumen der 71 monatlich meldenden Banken erhöhte sich im 3. Quartal 1977 um 1,3 Mrd Franken auf 133,0 Mrd Franken (Vorjahresquartal: +1,7 Mrd Fr.). Dagegen sank die Jahreszuwachsrate von 10,0%

im Juni auf 9,6% im September. Dieser Rückgang beruhte in erster Linie auf der in dieser Berichtsperiode verzeichneten Abnahme der Wechselkredite um 196 Mio Franken (– 29,2 Mio Fr.) sowie der im Vergleich zum Vorjahresquartal schwachen Zunahme der Hypothekaranlagen um 1147,6 Mio Franken (1340,0 Mio Fr.). Dagegen stiegen die Debitoren um 338,8 Mio Franken (295,0 Mio Fr.) sowie die Kredite an öffentlich-rechtliche Körperschaften um 48,9 Mio Franken (49,3 Mio Fr.).

Am Quartalswachstum des inländischen Kreditvolumens waren die Kantonalbanken mit 704,1 Mio Franken (= 52,6%), die Großbanken mit 570,7 Mio Franken (= 42,6%) und die Regionalbanken und Sparkassen mit 64,5 Mio Franken (= 4,8%) beteiligt. Obwohl die Kantonalbanken absolut den größten Beitrag zur Erhöhung des Kreditstandes leisteten, sank ihre Jahreszuwachsrate von 6,6% im Juni auf 6,3% im September. In der gleichen Zeitspanne bildete sich jene der Großbanken von 16,7% auf 12,6% zurück, wohingegen die Jahreszuwachsrate der Regionalbanken und Sparkassen bei 3,7% verharrte. Sowohl bei den Kantonalbanken als auch bei den Großbanken verzeichneten die Hypothekaranlagen mit 547,2 Mio Franken bzw. 506,0 Mio Franken den größten Anteil am Zuwachs ihrer ausstehenden Kredite.

Die von den 163 Banken insgesamt gemeldeten Kreditzusagen beliefen sich im 3. Quartal auf 6,2 Mrd Franken im Vergleich zu 6,1 Mrd Franken im Vorquartal und 6,2 Mrd Franken im 3. Quartal 1976. Davon entfielen 5,2 Mrd Franken (Vorjahresquartal 4,6 Mrd) auf Inländer und 1,0 Mrd Franken (1,6 Mrd) auf Adressaten im Ausland. Die Entwicklung der inländischen Kreditzusagen wies in den ersten drei Quartalen dieses Jahres eine steigende Tendenz auf, was in den insgesamt neu zugesagten Krediten an Personen und Gesellschaften in der Schweiz von 14,4 Mrd Franken (erste neun Monate 1976: 14,2 Mrd) zum Ausdruck kam. Gegenläufig entwickelten sich die in den ersten drei Quartalen gewährten Kreditzusagen an Ausländer mit 3,5 Mrd Franken gegenüber 4,8 Mrd Franken im entsprechenden Zeitraum des Vorjahres.

Der Fremdgeldzufluß zu den 71 monatlich meldenden Banken stieg im 3. Quartal gegenüber dem Vorquartal wieder stark an, ohne jedoch das Ergebnis des 1. Quartals auch nur annähernd zu erreichen. Die Spareinlagen, Depositen- und Einlagehefte sowie die Kassenobligationen erfuhren im 3. Quartal einen Zuwachs von insgesamt 1,2 Mrd Franken (Vorjahresquartal 2,8 Mrd Fr.) im Vergleich zu 0,1 Mrd Franken im Vorquartal und zu 3,1 Mrd Franken im 1. Quartal 1977. Mit einem Zuwachs von 0,5 Mrd Franken erhöhten sich die Spareinlagen um den gleichen Betrag wie im Vorquartal, während die Depositen- und Einlagehefte mit 0,5 Mrd Franken gegenüber dem Vorquartal (0,1 Mrd Fr.) eine kräftige Zunahme verzeichneten. Die Kassenobligationen erfuhren einen Anstieg um 0,2 Mrd Franken gegenüber einer Abnahme von 0,5 Mrd Franken im Vorquartal. Insgesamt betrug der Fremdgeldzufluß in den ersten neun Monaten 1977 4,4 Mrd Franken, verglichen mit 7,8 Mrd Franken im entsprechenden Zeitraum des Vorjahres.