

9. Juli 1975

Geld- und Kapitalmarkt/Wechselkursentwicklung

Finanz- und Zolldepartement. Antrag vom 4. Juli 1975 (Beilage)

Antragsgemäss hat der Bundesrat

b e s c h l o s s e n :

Von den Ausführungen des Finanz- und Zolldepartements über den Geld- und Kapitalmarkt sowie über die Wechselkursentwicklung wird Kenntnis genommen.

Protokollauszug (Antrag mit Beilagen) an:

- FZD 9 zum Vollzug
- EFK 2 zur Kenntnis
- FinDel 2 " "

Für getreuen Auszug,
der Protokollführer:

SARWANT

3003 Bern, den 4. Juli 1975

Ausgeteilt

An den B u n d e s r a t

Geld- und Kapitalmarkt / Wechselkursentwicklung

220.

Wir gestatten uns, Sie zu obigen Fragen wie folgt zu orientieren:

I. Geldmarkt

Seit dem Uebergang zum Floating im Januar 1973 ist die Nationalbank in der Lage, die Geldmenge besser unter Kontrolle zu halten. Die Geld- und Kreditpolitik hat dadurch an Wirksamkeit gewonnen. Die insbesondere in den Jahren 1971 und 1972 durch Geldzuflüsse aus dem Ausland entstandene Ueberliquidität konnte denn auch allmählich abgebaut werden.

Nach einer Periode der Verknappung begann sich der Geldmarkt in der zweiten Hälfte des Jahres 1974 zu entspannen. Diese Entspannung setzte sich bis zum heutigen Tag fort. Die Gründe für diese Entwicklung sind folgende:

- Durch die konjunkturell bedingte Lockerung der Geldpolitik (Freigabe von Mindestguthaben) und die Interventionen der Notenbank am Devisenmarkt wurde einer sowohl aus konjunktur- als auch aus wechselkurspolitischen Gründen unerwünschten Anspannung der Märkte begegnet.
- Der Zusammenbruch der Herstatt Bank und anderer Institute zog das Vertrauen in den Euromarkt in Mitleidenschaft. Gelder, die zuvor in grösserem Umfange an diesem Markt kurzfristig investiert worden waren, wurden repatriiert und teilweise langfristig am inländischen Kapitalmarkt angelegt.

- Durch die Rückbildung der Zinssätze im Ausland wurde für Ausländer eine Geldanlage in der Schweiz attraktiver.
- Das politische Risiko erhöhte sich im Ausland (unsichere Lage im Nahen Osten, Mitbestimmungsdiskussion in Deutschland usw.).
- Stärkerer Spargeldzufluss zu den Banken.

Auch für die nächste Zukunft besteht die Aussicht auf einen leichten Geldmarkt.

II. Kapitalmarkt

Beim Kapitalmarkt zeigt sich ein ähnliches Bild wie beim Geldmarkt. Im ersten Halbjahr 1974 stand der Kapitalmarkt im Zeichen einer starken Verknappung. Anleihensemissionen erlitten immer wieder Misserfolge, sodass die Zinssätze schrittweise angehoben werden mussten. Es handelte sich um eine allgemein bekannte Erscheinung, dass Investoren bei steigenden Zinssätzen in Erwartung eines weiteren Zinsanstieges bei Zeichnungen sich grosse Zurückhaltung auferlegen. Ausserdem war es wegen der inversen Zinsstruktur (die kurzfristigen Zinssätze sind höher als die langfristigen) vorteilhafter, das Geld kurzfristig am Euromarkt anzulegen. Zur Entlastung des Kapitalmarktes verschärfte die Nationalbank schrittweise die Kapitalexportbestimmungen; Ende Mai 1974 wurde ein vorübergehender Emissionsstopp für ausländische Anleihen und mittelfristige Schuldverschreibungen verfügt. Eine drastische Reduktion des Emissionsplafonds und eine zeitweilige Kurspflege seitens der Nationalbank am Kapitalmarkt sowie der abnehmende Bedarf an langfristigen Geldern zur Investitionsfinanzierung führten allmählich eine Besserung der Kapitalmarktlage herbei.

Seit Beginn des laufenden Jahres war der Anleihensmarkt denn auch ausserordentlich leistungsfähig. Die Nachfrage nach Obligationen war überaus gross und die Emissionen wurden mehr oder weniger stark überzeichnet. Als Ursachen können im wesentlichen angeführt werden:

- Sinkendes Zinsniveau am Euromarkt und in den USA.
- Sinkende Zinssätze am schweizerischen Geld- und Kapitalmarkt; Bestreben der Investoren, möglichst noch zu günstigen Konditionen zu zeichnen.
- Ueberleitung von Mitteln (sog. Wartegelder) aus dem kurzfristigen in den langfristigen Bereich, denn die kurzfristigen Zinssätze sind wieder unter die langfristigen abgesunken.
- Grösserer Anlagebedarf insbesondere der institutionellen Anleger (Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen), die zuvor auf Grund zinspolitischer Ueberlegungen auf eine langfristige Bindung ihrer Mittel verzichteten.
- Grosse Sparneigung des Publikums.
- Grösseres ausländisches Interesse an schweizerischen Titeln, deren Kauf weiterhin keinen inländischen Beschränkungen unterliegt.

Die Beanspruchung an Neugeld in den einzelnen Quartalen der Jahre 1974 und 1975 war folgende:

	<u>angemeldet</u> in Mio Franken	<u>aufgelegt</u>
<u>1974</u>		
I. Quartal	2 560	1 257
II. Quartal	2 212	1 028
III. Quartal	1 828	689
IV. Quartal	2 098	927
<u>1975</u>		
I. Quartal	2 875	1 424
II. Quartal	2 740	1 868
III. Quartal	2 157	1 500 (voraussichtlich)

Die Anmeldungen des 3. Quartals 1975 zeigen, dass die Kapitalnachfrage zurückgegangen ist. Die Gründe sind vornehmlich folgende:

- Der Rückstau konnte im 2. Quartal 1975 etwas abgebaut werden;
- Bei den Banken hat sich der Zufluss an Sparkapital verbessert,

bei verschiedenen Banken in bedeutendem Ausmasse, sodass diese weniger auf den Anleihensmarkt angewiesen sind;

- der Kapitalbedarf der Wirtschaft ist zurückgegangen, weil wegen der Konjunkturlage mit Investitionen zurückgehalten wird;
- teilweise geringerer Kapitalbedarf seitens der Kantone und Gemeinden infolge steigender Einnahmen.

Bei dieser Sachlage hat das Direktorium der Nationalbank für das 2. und 3. Quartal 1975 auf die Festsetzung eines Gesamtplafonds verzichtet; die Plafonierung erfolgt durch Reduktion der zur Emission gelangenden Anleihen.

Die Aussichten auf dem Anleihensmarkt können weiterhin als günstig bezeichnet werden. Sollten die Zinssätze im Ausland indessen ansteigen, könnten sich die Verhältnisse allerdings wieder ändern.

III. Kapitalexport

Die Leistungsfähigkeit des Kapitalmarktes gestattete es der Nationalbank, den Kapitalexport im Interesse einer Verstärkung der Devisennachfrage zu liberalisieren. Der Plafond für bewilligungspflichtige Kredite und Darlehen wurde für das 1. Quartal 1975 auf 500 Millionen Franken und jener für Notes (mittelfristige Schuldverschreibungen) auf 1 Milliarde Franken festgesetzt. Mitte Mai wurde auf eine Begrenzung des Kapitalexports in Form von Notes und Krediten bis auf weiteres verzichtet.

Für auf Franken lautende ausländische Anleihen betrug der Plafond für die Monate Januar und Februar insgesamt 230 Millionen Franken; für März und April wurden 340 Millionen Franken und für Mai und Juni 350 Millionen Franken bewilligt.

IV. Zinsentwicklung

Mit Ausnahme der Hypothekarkredite weisen sämtliche Zinssätze sinkende Tendenz auf. Diese Bewegung wurde Mitte 1974 von den Geldmarktsätzen eingeleitet und übertrug sich im Herbst 1974

auch auf die Kapitalmarktsätze und schliesslich auf die Zinssätze der Kassenobligationen. Den allgemeinen Zinsrückbildungsprozess begünstigte die Nationalbank dadurch, dass sie im laufenden Jahr den Diskont- und Lombardsatz in zwei Schritten von 5 1/2 auf 4 1/2 % bzw. von 6 auf 5 1/2 % ermässigte.

Nachstehend ist die Entwicklung einiger repräsentativer Zinssätze dargestellt.

	<u>Juni 1974</u>	<u>Dezember 1974</u>	<u>Juni 1975</u>
	%	%	%
Eurofranken (3 Monate) (vgl. auch Beilage 1)	11 5/8	9	3 3/4
Dreimonatsdepots bei Gross- banken	6	6	3 1/2
Rendite der Bundesobligatio- nen (vgl. auch Beilage 1)	7,28	7,17	6,51
Rendite der kantonalen Obligatio- nen	7,70	7,71	7,08
Kassenobligationen der Kanto- nalbanken	6,75	7,50	7,08
Neue 1. Hypotheken (allg. Woh- nungsbau)	5,95	6,49	6,84
Alte 1. Hypotheken (allg. Woh- nungsbau)	5,52	5,96	5,99

In dieser Tabelle weisen die Zinssätze der Kassenobligationen der Kantonalbanken einen Anstieg auf. Es ist zu berücksichtigen, dass sich in diesem Bereich erst im März 1975 ein Rückgang bemerkbar machte. Im Februar wurden die Kassenobligationen noch mit 7,50 % verzinst. Auf den 1. Juli 1975 haben die Grossbanken eine weitere Reduktion der Kassenobligationensätze vorgenommen. Für die verschiedenen Laufzeiten gelten nun folgende Zinssätze:

3 - 4 Jahre	6 1/4 %
5 - 6 "	6 3/4 %
7 - 8 "	7 1/4 %

Es kann angenommen werden, dass die Kantonalbanken nachziehen und auch die Sparheft-Zinssätze in absehbarer Zeit nach unten korrigiert werden.

Die Banken weisen seit längerer Zeit auf die Diskrepanz zwischen den Zinssätzen für Alt- und Neuhypotheken hin. Sie fordern eine Anpassung der Althypothekensätze nach oben, dies nicht zuletzt mit der Begründung, dass die Zinsmarge zu gering sei. Wir vertreten indessen die Ansicht, dass eher die Sätze für Neuhypotheken denjenigen der Althypotheken **angepasst** werden sollten. Mit der seit einiger Zeit in Gang gekommenen allgemeinen Rückbildung der Zinssätze vergrössert sich auch die Zinsmarge der Banken. Eine Erhöhung der Zinssätze für Althypotheken - die einen Bestand von über 75 Milliarden Franken aufweisen - hätte unerwünschte Rückwirkungen auf die Mietzinse und damit auch auf den Index der Konsumentenpreise. Ganz allgemein erscheinen die überaus guten Bankabschlüsse eine Hypothekarzinserhöhung nicht zu rechtfertigen.

V. Liquidität der Banken und der Wirtschaft

Seit Mitte 1974 begann sich die Liquidität der Banken parallel mit der Entspannung am Geldmarkt zu verbessern. Gleichzeitig bildeten sich, wie bereits erwähnt, die Zinssätze zurück. Für diese Entwicklung waren insbesondere folgende Faktoren verantwortlich:

- Repatriierung von Schweizerfranken-Anlagen am Eurogeldmarkt.
- Wachsender Spargeldzufluss bei den Banken.
- Schrittweise Freigabe von Mindestguthaben seitens der Nationalbank.
- Abnehmende Kreditnachfrage insbesondere aus dem Bereiche der Bauwirtschaft.
- Grössere Zurückhaltung, die sich die Banken angesichts des erhöhten Risikos (Konkurse von Unternehmungen) bei der Krediterteilung auferlegen.

Die Verbesserung der Liquiditätslage kommt in einem Anstieg der Girorechnungen von Banken, Handel und Industrie bei der Nationalbank von 4,5 bis 5 Milliarden Franken im ersten Halbjahr 1974 auf rund 6 Milliarden Franken im Juni 1975 zum Ausdruck, wobei sich der grösste Teil des Liquiditätszuwachses bei den Banken einstellte.

Weniger einheitlich ist die Liquiditätslage im Bereiche der übrigen Wirtschaft. Namentlich exportorientierte Unternehmungen, die

Textilindustrie und das Baugewerbe, sind teilweise in eine äusserst angespannte Liquiditätslage geraten. Als Gründe für die Verknappung der flüssigen Mittel sind insbesondere folgende zu nennen:

- Allgemeiner Konjunkturrückgang; der abnehmende Absatz hat den Kostendeckungsgrad und damit die Gewinnsituation verschlechtert.
- Die starke Höherbewertung des Schweizerfrankens hat die Konkurrenzfähigkeit unserer Wirtschaft im In- und Ausland beeinträchtigt.
- Die unfreiwillige Vergrösserung der Lager bindet zusätzlich liquide Mittel. Daraus ergibt sich auch ein Anstieg der Zinskosten.
- Der Selbstfinanzierungsgrad der Unternehmungen hat eine abnehmende Tendenz.
- Infolge der sich verschlechternden Liquidität zögern die Abnehmer ihre Zahlungen hinaus.
- Ueberbrückungskredite sind wegen dem gestiegenen Risiko von den Banken schwerer erhältlich.

Die Nationalbank hat sich veranlasst gesehen, für einzelne, vor allem vom Export abhängige Industriezweige (Textil- und Uhrenindustrie) Erleichterungen zu schaffen.

Auf den 1. Mai 1975 ist die Kreditbegrenzung aufgehoben worden. Die Nationalbank hat den Banken deshalb Empfehlungen zur Kreditpolitik zugeleitet und die nach ihrer Ansicht wünschbaren Prioritäten bezeichnet. Danach sollten Kredite bevorzugt an in Liquiditätsschwierigkeiten geratene Unternehmungen mit einer gesunden Wettbewerbs- und Finanzstruktur gewährt werden, ferner an durch die Wechselkursentwicklung benachteiligte Exporteure sowie für die Finanzierung privater und öffentlicher Investitionen. In einer Vereinbarung zwischen Nationalbank und den Banken verpflichteten sich letztere, Exportkreditwechsel zu einem um höchstens $2 \frac{1}{2} \%$ über der offiziellen Bankrate liegenden Satz zu diskontieren. Die Notenbank ihrerseits ist bereit, solche nationalbankfähige Wechsel auch ausserhalb der bestehenden Limiten für eine dreimonatige Restlaufzeit zu rediskontieren.

Die Liquiditätsschwierigkeiten im Nichtbankensektor lassen sich indessen durch eine expansive und langfristig inflationäre Geldpolitik der Notenbank nicht beheben. Notwendige Voraussetzung für eine Gesundung ist eine beschleunigte Strukturanpassung und die Schaffung eines Klimas des Vertrauens, was nur mit einer Wirtschaftsentwicklung im innern und äussern Gleichgewicht erreicht werden kann.

VI. Liquidität der Bundestresorerie

Die zentrale Tresorerie (Bund, SBB, PTT) wies im Jahre 1974 ein Defizit von 910 Millionen Franken auf. Mit Geldbeschaffungen in der Grössenordnung von 1,6 Milliarden Franken, die zu einer Vermehrung der festen Schulden um 876 Millionen Franken und der schwebenden Schulden um 749 Millionen Franken führte, konnte dieses Defizit gedeckt und die flüssigen Mittel um 715 Millionen Franken erhöht werden. Obschon die flüssigen Mittel Ende 1974 einen Stand von 1,4 Milliarden Franken erreichten, verminderten sie sich durch extreme Geldabflüsse (verursacht vor allem durch Postcheckrückzüge) bereits Mitte Januar 1975 auf 83 Millionen Franken.

Das erste Quartal 1975 war tresoreriemässig angespannt. Zur Stützung der Tresorerie wurden im Januar für 300 Millionen Franken Reskriptionen und im Februar eine Bundesanleihe von 250 Millionen Franken aufgenommen. Das zweite Quartal bot keine besonderen Schwierigkeiten. Trotzdem wurden vorsorglicherweise auch in diesem Zeitabschnitt Kassenscheine in der Höhe von 250 Millionen Franken aufgelegt. Total wurden im 1. Halbjahr 800 Millionen Franken an Neugeld eingebracht. Der Stand der flüssigen Mittel betrug Ende Juni 1975 1,1 Milliarden Franken.

Zur Entlastung der Tresorerie wurde sodann zu Beginn des Jahres 1975 bei der Schweizerischen Nationalbank ein US- $\text{\$}$ -Kredit erhältlich gemacht, um grössere Auslandzahlungen in Fremdwährung über diesen Kreditabzuwickeln. Bis zum 30. Juni 1975 wurden in drei Tranchen total 150 Millionen Dollar - entsprechend rund 375 Millionen Franken - aufgenommen, die bis Ende Juni fast vollständig beansprucht worden sind.

Die provisorische Tresorerievorschau für die Periode vom 1. Juli 1975 bis 30. Juni 1976 zeigt eine kritische Lage für das letzte Quartal 1975 und die Monate Januar bis April 1976. Voraussichtlich werden der Tresorerie im erwähnten Zeitraum Mittel in der Grössenordnung von 1,6 bis 1,8 Milliarden Franken fehlen,

Ein Teil dieses Fehlbetrages lässt sich wahrscheinlich im zweiten Halbjahr 1975 decken. Es ist vorgesehen, noch zwei Anleihen in der Höhe von je rund 200 Millionen Franken zu emittieren. In den ersten Monaten 1976 wird am Kapitalmarkt und bei den Banken ein weiterer Betrag von gegen 1 Milliarde Franken zu beschaffen sein. Ferner werden bei der Nationalbank erneut Dollarkredite im Gegenwert von rund 375 Millionen Franken mobilisiert werden müssen. Erwähnt sei schliesslich, dass sich die Nationalbank bereit erklärt hat, nötigenfalls zur Realisierung konjunkturell erwünschter öffentlicher Investitionen durch Mithilfe zur Finanzierung des Eventualbudgets des Bundes beizutragen. Zum gleichen Zwecke hat sie überdies Rediskontzusagen für kantonale Reskriptionen im vorläufigen Ausmass von 300 Millionen Franken gegeben.

Die Bundestresorerie bleibt somit weiterhin sehr angespannt. Abgesehen davon, dass der Weg der Verschuldung den Bund mit zusätzlichen Zinskosten belastet, sind einer derartigen Mittelbeschaffung Grenzen gesetzt, da dadurch ein neuer Zinsauftrieb ausgelöst werden könnte. Dies wäre aber aus konjunktur- und währungspolitischen Ueberlegungen höchst abwegig.

VII. Wechselkursentwicklung

Der Aufwertungsdruck auf den Schweizerfranken dauerte im 1. Semester 1975 unvermindert an. Der Dollarkurs schwankte in den vergangenen Monaten um Fr. 2.50 herum, nachdem er Ende Januar 1975 bis auf knapp unter Fr. 2.40 gefallen war (vgl. Beilage 2).

Mit Rücksicht auf die gefährdete Wettbewerbsfähigkeit der Exportwirtschaft verschärften Bundesrat und Nationalbank die früher erlassenen Abwehrmassnahmen. Vor allem aber stützte die Notenbank den Dollarkurs mit grösseren Interventionen am Devisenmarkt. Sie hat seit Jahresbeginn für 4,3 Milliarden/^{Franken} Dollars gekauft. Davon wurden

Dollars im Betrage von 2,9 Milliarden Franken durch Konversion von Kapitalexporthörsen wieder abgegeben. Das ursprünglich geplante Ziel, die Zentralbank-Geldmenge in diesem Jahr um 1 1/2 Milliarden Franken auszuweiten, ist damit bereits im ersten Semester erreicht worden. Im zweiten Halbjahr wird der Rhythmus der Geldmengenvermehrung im Interesse der Inflationsbekämpfung wohl etwas verlangsamt werden müssen. Auch die Zinspolitik wurde unter anderem auf die wechsellkurspolitischen Erfordernisse ausgerichtet.

Die verschiedenen Abwehrmassnahmen hatten zweifellos ihre Wirkung, wenn auch nur in beschränktem Ausmasse. Bei den gegebenen Verhältnissen muss eine Stabilisierung des Dollarkurses auf einem Niveau von Fr. 2.50 indessen bereits als Erfolg gewertet werden. In den letzten Tagen konnte sich der Dollar sogar etwas erholen. Bis am 3. Juli 1975 stieg er auf Fr. 2.54.

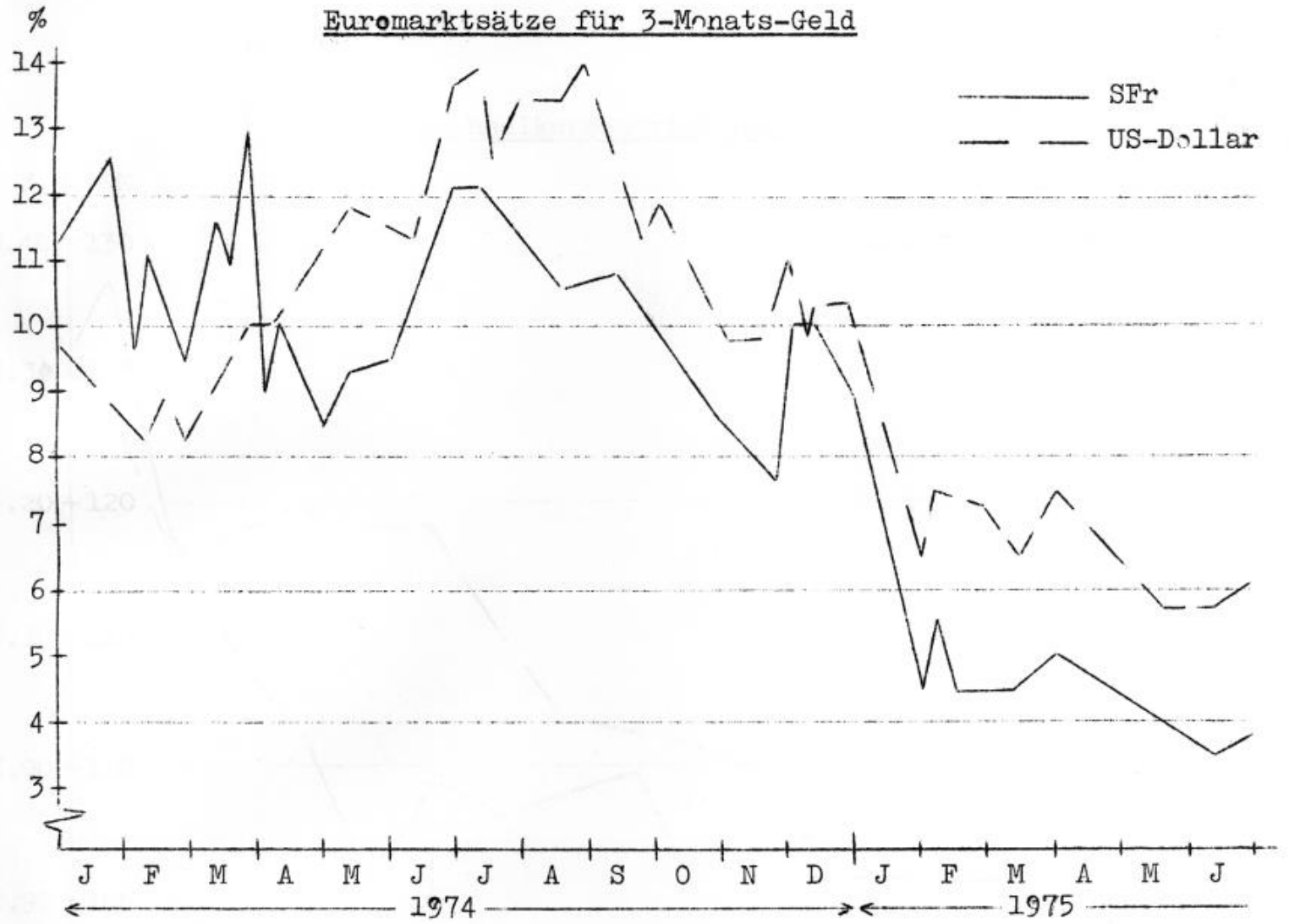
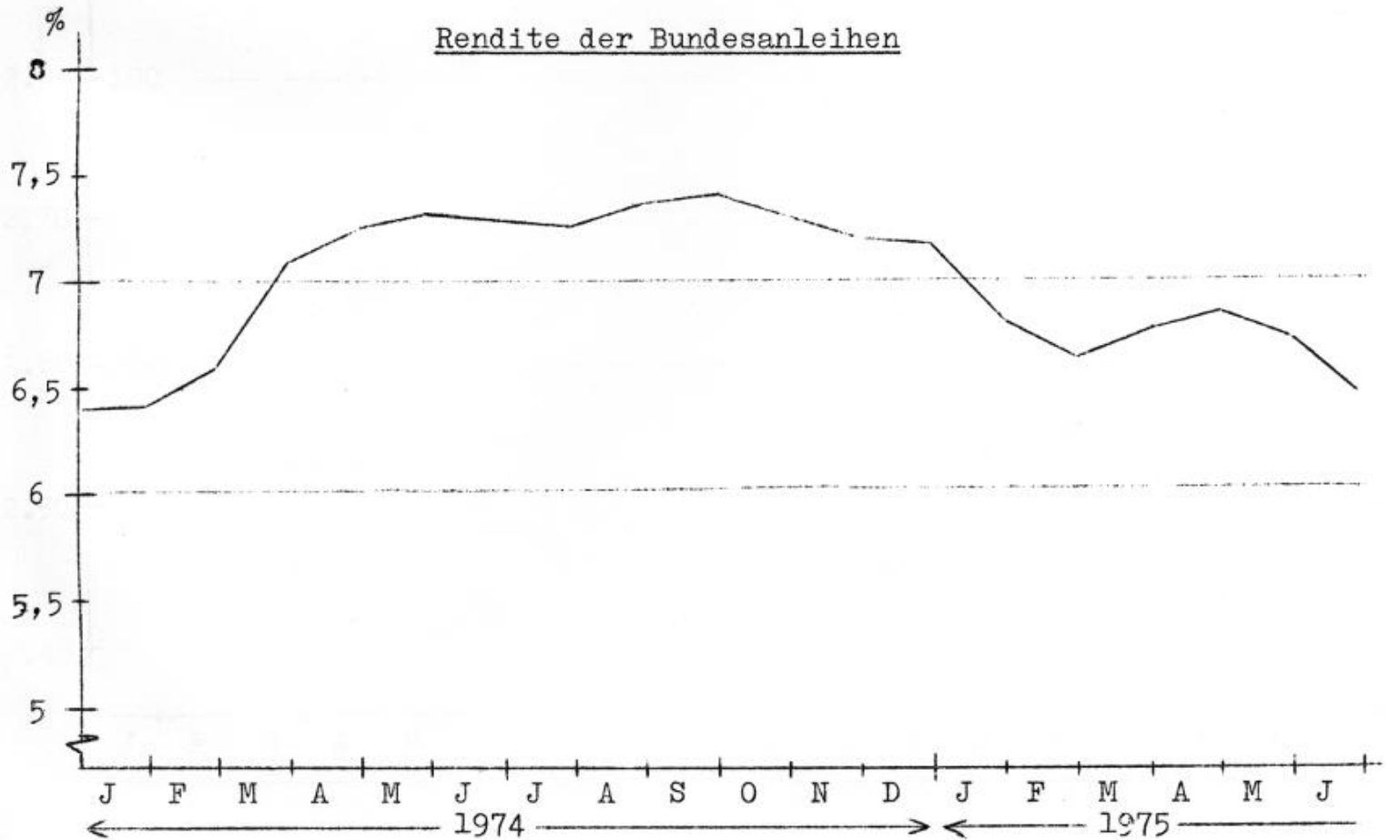
Unter den übrigen Währungen, gegenüber denen der Schweizerfranken eine Höherbewertung erfuhr, kommt der Währung unseres bedeutendsten Handelspartners Deutschland besondere Bedeutung zu. Nach einem starken Kursfall der DM im 2. Semester 1974 schwankte der Kurs im ersten Halbjahr 1975 um 106 herum. Anfangs Juli stellte sich der DM-Kurs auf 106,25 Franken.

Hinsichtlich der Probleme über einen allfälligen Beitritt unseres Landes zur Währungsschlange wurde der Bundesrat separat laufend unterrichtet.

EIDG. FINANZ- UND ZOLLDEPARTEMENT



G.-A. Chevallaz

Euromarktsätze für 3-Monats-GeldRendite der Bundesanleihen

Beilage 2Wechselkursentwicklung