

An der Sitzung des Bankrates der Schweizerischen Nationalbank vom 13. Dezember 1968 hat Dr. E. Stopper, Präsident des Direktoriums, über die Wirtschafts- und Valutalage folgendes ausgeführt:

Zur Lage der Weltwirtschaft

Der wirtschaftliche Aufschwung in den führenden Industriestaaten der westlichen Welt hielt in der zweiten Jahreshälfte an. Die Zuwachsrate des realen Brutto-sozialprodukts in den Ländern der OECD dürfte in diesem Zeitraum gleich wie im ersten Semester rund 5½% erreichen und damit 1968 insgesamt nahezu doppelt so groß ausfallen wie im vergangenen Jahr. Die Expansion dauerte somit fort trotz der restriktiven Maßnahmen, die insbesondere in den Vereinigten Staaten, aber auch in Großbritannien ergriffen worden sind, und entgegen den Prognosen prominenter nationaler wie internationaler Instanzen, die für die zweite Hälfte des Jahres eine empfindliche Verlangsamung des wirtschaftlichen Wachstums voraussagten.

Dreierlei Bemerkungen scheinen hiezu am Platze. Einmal haben die zur Eindämmung der konjunkturellen Überhitzung ergriffenen fiskalischen Maßnahmen offensichtlich nicht die von ihnen erwartete Wirkung gezeitigt. Die Wirksamkeit der staatlichen Finanzpolitik als Mittel der Konjunktursteuerung ist im Zeichen eines allzu mechanisch ausgerichteten Modelldenkens und unter Vernachlässigung psychologischer und politischer Faktoren wohl weitherum überschätzt worden. Mit dieser Fehleinschätzung in Zusammenhang steht ferner die Tatsache, daß so renommierte Stellen, wie beispielsweise die OECD, einen wesentlich anderen Konjunkturverlauf prognostizierten und gestützt darauf entsprechende wirtschaftspolitische Empfehlungen erließen. Begünstigt wurde diese Haltung wohl noch durch die heute vorherrschende Ansicht, es gelte in jedem Falle ein möglichst rasches Wachstum der Wirtschaft zu erreichen, so daß man sich lieber nach der pessimistischen Seite irrt und eher etwas zuviel Stimulierung riskiert, als daß man die Wachstumsrate fallen sieht. Es ist zu hoffen, daß dieses allzu einseitige und allzu simplifizierende Denken in Kriterien möglichst hoher Wachstumsraten durch eine differenziertere Art der Betrachtung und Beurteilung der wirtschaftlichen Entwicklung abgelöst werden möge, wobei auch anderen entscheidenden Werten, wie der Preisstabilität und der Erhaltung eines angemessenen Gleichgewichts unter den einzelnen Wirtschaftssektoren und Sozialgruppen, vermehrt Rechnung getragen wird.

Nun läßt sich sicherlich einwenden, daß sich die Auswirkungen der getroffenen Dämpfungsmaßnahmen, vor allem in den Vereinigten Staaten, verzögert hätten und

deshalb die vorausgesagte Abschwächung der weltwirtschaftlichen Konjunktur erst später eintreffe. Tatsächlich wird von manchen Stellen die Auffassung vertreten, das zunächst für die zweite Hälfte dieses Jahres angekündigte Nachlassen der Auftriebskräfte werde nun im ersten Semester 1969 eintreten. Wenn auch gegenüber Prognosen angesichts der vielen unbekanntenen Größen, die den Lauf der Dinge beeinflussen können, stets größte Zurückhaltung geboten erscheint, so darf doch wohl die Feststellung gewagt werden, daß ein empfindlicher Konjunktüreintrich auch im ersten Halbjahr 1969 wenig wahrscheinlich ist. In den Vereinigten Staaten dauern die starken, inflatorisch wirkenden Auftriebskräfte noch ungebrochen an. Wohl mögen die Steuerzuschläge und erhöhten Sozialversicherungsleistungen zusammen mit den Ausgabenkürzungen des Staates das Tempo der Expansion verlangsamen. Dies wäre angesichts des Lohn- und Preisauftriebs auch dringend erwünscht. Zu einer eigentlichen Stagnation im Wachstum dürfte es jedoch kaum kommen. In der Bundesrepublik Deutschland scheint der Aufschwung die normalen Kapazitätsgrenzen der Wirtschaft fast erreicht zu haben. Auch hier ist, trotz der neuesten Maßnahmen zur Verminderung der Handelsbilanzüberschüsse, kaum mit einem Abbrechen des aufwärts gerichteten Trends, wohl aber mit einer Verzögerung des Übergangs zur eigentlichen konjunkturellen Überhitzung zu rechnen. In einigen der kleineren, stark außenhandelsorientierten Industrieländer, wie den Niederlanden und Belgien, aber auch der Schweiz, hat die vom Export her ausgelöste Konjunkturbelebung mittlerweile einen Grad erreicht, wo einem leichten Nachlassen der vom Ausland ausgehenden Nachfragesteigerung nicht mehr die gleiche Bedeutung wie noch etwa zu Beginn dieses Jahres zukommt. Bei der geschilderten Sachlage dürften wohl auch die Auswirkungen der in Großbritannien wie in Frankreich getroffenen zusätzlichen Maßnahmen zur Bremsung der Binnenkonjunktur und zur Verbesserung der Handelsbilanz die weltwirtschaftliche Belebung weniger gefährden, als dies noch vor einem Jahr der Fall gewesen wäre. Insgesamt darf daher heute wohl mit dem Fortdauern des wirtschaftlichen Wachstums auch in den kommenden Monaten gerechnet werden, wenn auch der Expansionsrhythmus sich, verglichen mit dem zu Ende gehenden Jahr, etwas verlangsamen mag.

In den *Vereinigten Staaten* ist, wie bereits angedeutet, von einer Abschwächung der Auftriebskräfte noch nichts zu verspüren. Die Konsumnachfrage hat sich noch verstärkt; dementsprechend wurde ein geringerer Prozentsatz der Einkommen gespart und der Abzahlungskredit vermehrt in Anspruch genommen. Der Absatz von Automobilen hat neue Rekorde erreicht. Auch die Bautätigkeit bewegt sich auf unvermindert hohem Niveau. Die Investitionsvorhaben der Industrie für das kommende Jahr haben stark zugenommen. Andere Konjunkturindikatoren sind ebenfalls aufwärts gerichtet.

Freilich darf nicht außer acht gelassen werden, daß ein wesentlicher Teil der im Juli beschlossenen Steuererhöhungen erst in der ersten Hälfte 1969 zur Zahlung fällig wird. Dazu tritt am 1. Januar 1969 die Erhöhung der Sozialversicherungsbeiträge in Kraft. Ferner werden auch die beschlossenen Ausgabenkürzungen erst in den nächsten Monaten voll wirksam werden. Ob dies zusammen die im Gang befindlichen Auftriebstendenzen abbremsen wird, läßt sich nicht leicht beurteilen. Die Überhitzung hat einen beträchtlichen Grad erreicht. Der Index der Konsumentenpreise stieg allein im Oktober um 0,6% und lag damit 4,6% höher als im Oktober 1967. Es ist dies die höchste Teuerungsrate, die in den Vereinigten Staaten seit 1951, dem Jahr der Koreakrise, verzeichnet worden ist. Diese Preisentwicklung als Ausdruck eines inflatorischen Nachfrageüberhangs gibt Anlaß zu Besorgnis nicht nur im Hinblick auf die binnenwirtschaftlichen Konsequenzen, insbesondere im Lohnsektor, sondern vor allem auch wegen der Auswirkungen auf die amerikanische Handels- und Ertragsbilanz.

Auf Grund bisheriger Äußerungen ist anzunehmen, daß die neue Administration der inflatorischen Preisentwicklung besondere Aufmerksamkeit schenken wird. Es bleibt abzuwarten, welche Politik sie im einzelnen befolgen wird.

Der Konjunkturverlauf war, trotz aller Maßnahmen zur Bremsung der inneren Nachfrage, auch in *Großbritannien* aufwärts gerichtet. Die industrielle Produktion ist in den letzten Monaten gestiegen. Entsprechend hat sich die statistische Arbeitslosigkeit verringert. Es zeigt sich, daß der seit der Abwertung des Pfundes im Lande selbst eingetretene Vertrauensschwund die Konsumneigung zu Lasten des Sparwillens verstärkt hat. Die Einzelhandelsumsätze haben zugenommen. Ein starker Zuwachs der Konsumkredite hat die Ausweitung der privaten Konsumnachfrage und damit zugleich auch der Einfuhr solcher Güter noch zusätzlich begünstigt. Zugleich sind auch die Aufwendungen der öffentlichen Hand, insbesondere der «public authorities» kräftig gestiegen, was zu einer neuerlichen Ausdehnung des Geldumlaufes führte. Stärker als der an sich erfreuliche Aufschwung der Warenausfuhr hat sich die Einfuhr ausländischer Erzeugnisse erhöht. Die Handelsbilanz weist daher in den ersten zehn Monaten dieses Jahres ein Defizit von 625 Millionen Pfund aus, verglichen mit einem Fehlbetrag von 553 Millionen Pfund im ganzen letzten Jahr.

All dies vollzog sich im Zeichen einer Fiskalpolitik, die seit Jahren und ganz besonders seit dem Monat März 1968 darauf ausgerichtet ist, die Nachfrage in *Großbritannien* zu dämpfen. Angesichts dieser Entwicklung wurden anfangs November die Bedingungen für die Gewährung von Konsumkrediten verschärft. Unmittelbar nach der Bonner Währungskonferenz der «Zehner-Gruppe» setzte die Regierung sodann die Umsatzsteuern auf einigen dauerhaften Konsumgütern, wie auch die Fiskalabgaben auf Tabakwaren, Spirituosen und Benzin, herauf. Zugleich wurde die bisherige Limitierung der Kreditbegrenzung, der die Banken unterstehen, herabgesetzt. Die Banken sind dadurch gezwungen, ihre Aus-

leihungen unter den Mitte November 1967 erreichten Stand zu senken. Von erheblicher praktischer Bedeutung könnte die Einführung von Importdepositen sein. Die britischen Importeure werden dadurch gezwungen, bei der Einfuhr bestimmter ausländischer Güter – es betrifft dies im besonderen Güter des privaten Verbrauchs, rund einen Drittel aller Importe – 50% des Warenwertes vor der Verzollung auf ein zinsloses Konto einzuzahlen und diesen Betrag während sechs Monaten auf diesem Konto stehen zu lassen. Sowohl die englische wie auch die amerikanische Erfahrung zeigen, daß, sobald einmal die Inflationsmentalität in der Bevölkerung Fuß gefaßt hat, sich der Wirtschaftsablauf nur noch schwer durch Fiskalmaßnahmen beeinflussen läßt. Die Politik monetärer Restriktionen dürfte daher vermutlich sehr bald wieder eine starke Aufwertung erfahren.

Das wirtschaftliche Wachstum in der *Bundesrepublik Deutschland* hat ein Tempo eingeschlagen, das die optimistischen Erwartungen der Regierung zu Beginn dieses Jahres übertrifft. Anstelle einer Zuwachsrates des realen Bruttosozialproduktes von $4\frac{1}{2}\%$ wird nunmehr für das laufende Jahr mit einem Wachstumssatz von rund 6% gerechnet. Die Stimmen beginnen sich zu mehren, die besorgt fragen, ob nicht die Auftriebskräfte doch eher zu stark angekurbelt worden sind. Die deutsche Wirtschaft hat sich bisher in ihrer Produktionskraft als bemerkenswert anpassungsfähig erwiesen. Den stark ansteigenden Ansprüchen konnte ohne wesentliche Preissteigerung entsprochen werden. Seit Mitte des Jahres bewegt sich allerdings die Preiskurve wieder aufwärts. Die Kapazitätsreserven scheinen in zunehmendem Maße ausgeschöpft. Dies gilt insbesondere für den Arbeitsmarkt. Die statistische Arbeitslosigkeit ist auf das offiziell anvisierte Ziel von 0,8% gesunken. Im kommenden Jahr kann angesichts dessen wohl nicht mehr mit dem gleichen Wachstumsspielraum gerechnet werden wie 1968. Eine weitere Nachfragerhöhung dürfte rascher zu Preiserhöhungen führen. Wohl nicht zuletzt mit Rücksicht auf diese Situation hat sich die Bundesregierung am 19. November entschlossen, die deutschen Exporte mit einer Sonderumsatzsteuer von 4% zu belasten und gleichzeitig die Importe um den gleichen Satz zu begünstigen.

Die Aufmerksamkeit der Weltöffentlichkeit war in den vergangenen Wochen einmal mehr in besonderem Maße auf die wirtschaftliche Entwicklung in *Frankreich* gerichtet. Die Politik der französischen Regierung ging in den vergangenen Monaten bekanntlich darauf aus, die im Gefolge der Ereignisse vom Mai/Juni eingetretene Kostensteigerung auf Grund der gewährten Lohn- und Gehaltserhöhungen, Arbeitszeitverkürzungen usw. durch vermehrte Ausnützung der Reserven an Produktionskapazität aufzufangen. Die Voraussetzungen hiezu waren nicht ungünstig, weil die französische Wirtschaft vor der Krise über bedeutende Reserven an Produktionskapazitäten und Arbeitskräften verfügte. Zu dieser Politik gehörte eine liberale Kreditgewährung an Wirtschaft und Staat. Die tatsächliche Entwicklung folgte weitgehend dieser Konzeption. Die Wirtschaft schlug ein beschleunigtes Wachstumstempo ein. Die Handelsbilanz wies

nur ein leichtes Defizit auf. Das Preisniveau stieg zwar rascher als bisher, aber nicht eigentlich besorgniserregend an. Es blieb indessen die Ungewissheit, ob die Kostensteigerung in genügendem Umfange durch die Expansionsrunde aufgefangen werden könne. Die französische Regierung ergriff mit dem im November getroffenen Beschluß, den Franc nicht abzuwerten, eine Reihe von nachfragedämpfenden Maßnahmen. Die Politik der Regierung ist nun in erster Linie darauf gerichtet, das Vertrauen in die Währung zu stärken und den Kapitalabfluß abzustoppen. Zu diesem Zwecke wurde insbesondere das Budgetdefizit, das schon kurz vor Ausbruch der Währungskrise herabgesetzt worden war, noch einmal kräftig gekürzt. Ausgaben wurden gestrichen und die Steuern heraufgesetzt. Die Gelegenheit wurde zu einer teilweisen Reform des Steuersystems benutzt. Die Lohnsteuer der Unternehmungen wird abgeschafft und dafür die Mehrwertsteuer entsprechend erhöht. Damit wird für eine gewisse Zeit die Konkurrenzfähigkeit der französischen Wirtschaft gestärkt. Die Lohnsteuer belastete bisher nur die Preise der französischen Produkte. Die zusätzliche Wertzuwachsbesteuerung, welche die Lohnsteuer ersetzt, erfaßt auch die Importe und wird auf den Exporten zurückvergütet. Die Lohn- und Preisentwicklung wird einer weitgehenden Überwachung durch den Staat unterstellt. Der Erfolg dieser Maßnahmen wird nicht zuletzt davon abhängen, wie sich die Sozialpartner dazu stellen werden.

In *Italien*, wo sich das vordem rasche Wirtschaftswachstum seit dem Sommer merklich abgeschwächt hatte, zeitigten die von der Regierung im August ergriffenen Vorkehrungen zur Belebung der Inlandnachfrage bisher keine sichtbaren Resultate. Vor allem die private Investitionstätigkeit läßt zu wünschen übrig. Verschiedene Maßnahmen der Regierung scheinen der Investitionsneigung nicht eben förderlich zu sein. Dazu kommen die Schwierigkeiten der Regierungsbildung und die wachsende, in ausgedehnten Streikwellen zum Ausdruck kommende soziale Unrast. Die Kapitalabwanderung ins Ausland ist bedeutend. Sie kompensiert die nach wie vor hohen Einnahmenüberschüsse in der laufenden Bilanz.

Zur währungspolitischen Situation

Einmal mehr standen in den vergangenen Wochen die internationalen Währungsverhältnisse im Rampenlicht des Weltgeschehens.

Bereits Anfang September hatten Vorstöße in der britischen Presse, die eine Aufwertung der D-Mark forderten, spekulative Geldbewegungen nach der Bundesrepublik ausgelöst. Die Mutmaßungen über eine Kursanpassung erhielten neuen Auftrieb, als mit anhaltendem Konjunkturaufschwung und kaum verminderten Handelsbilanzüberschüssen die Frage einer «außenwirtschaftlichen Absicherung» der Preisstabilität in der Bundesrepublik selbst aufgegriffen wurde. Es wurde bekannt, daß der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, wie schon in früheren Jahren, der Regierung Empfehlungen in dieser Richtung

unterbreitet hätte. Da Verlautbarungen von offizieller Seite diese Möglichkeit ebenfalls nicht ohne weiteres auszuschließen schienen und die Bundesrepublik einen solchen Schritt ja in einer ähnlichen Situation bereits einmal vollzogen hatte, erhielten weite Kreise den Eindruck, daß mit einer neuerlichen Paritätsänderung ernsthaft gerechnet werden müsse. Anfang November begannen daher in großem Umfang Gelder in die Bundesrepublik zu fließen, die sich entweder gegen allfällige Verluste absichern oder von einem möglichen Aufwertungsgewinn profitieren wollten. Von Anfang November bis zur Bonner Konferenz hatte die Bundesbank etwas über 2 Milliarden Dollars zu übernehmen.

Die Spekulation auf eine Aufwertung der D-Mark fiel zusammen mit der Unsicherheit über die wirtschaftliche Entwicklung in Frankreich. Nach den Unruhen im Mai war offensichtlich unter der französischen Bevölkerung ein gewisses Mißtrauen zurückgeblieben, das seinen Ausdruck im Abfluß von Kapital fand. Die Diskussion um eine D-Mark-Aufwertung traf sich mit dieser Tendenz und verstärkte nicht nur die Gerüchte über eine parallele Abwertung des Franc, sondern auch die im Abklingen begriffene Kapitalabwanderung ins Ausland. So kam, ähnlich wie bei der Goldspekulation nach der Pfundabwertung, eine sich rasch selbst steigernde Bewegung in Gang. Dabei dürften die in Bewegung geratenen Gelder zu einem beträchtlichen Teil aus dem Potential des Euro-Dollar-Marktes gespiesen worden sein. Denn der in der Bundesrepublik festgestellte Mittelzufluß überstieg die andernorts registrierten Abgänge beträchtlich. Die Spekulationswelle erreichte gegen Mitte November ihren Höhepunkt. Am 19. November faßte die Bundesregierung den Beschluß, dem anhaltenden Handelsbilanzüberschuß durch steuerliche Maßnahmen zu begegnen. Zugleich wurde bekanntgegeben, die D-Mark werde nicht aufgewertet werden. Der deutsche Wirtschaftsminister Schiller lud als derzeitiger Vorsitzender sodann die Finanzminister und Notenbankgouverneure der «Zehner-Gruppe» einschließlich der Schweiz auf den folgenden Tag zu einer Aussprache über die Währungslage nach Bonn ein. Bereits am vorausgegangenen Wochenende vom 16./17. November hatten die Notenbankgouverneure an ihrer ordentlichen Sitzung bei der BIZ in Basel die Situation besprochen.

Die Konferenz der «Zehner-Gruppe» in Bonn, an der der Verfasser dieses Textes als Vertreter der Schweiz teilnahm, fand in einer krisenhaften Atmosphäre statt. Der 20. November war in der Bundesrepublik Feiertag. Daher war dort der Devisenmarkt ohnehin geschlossen. In einer Reihe von anderen Ländern, insbesondere in London und Paris, wurde der Devisenhandel auf Weisung der Behörden ebenfalls eingestellt. Dies mußte begreiflicherweise den Eindruck erwecken, es stünden Währungsmaßnahmen bevor. An den Besprechungen der «Zehn» legten die Vertreter der Bundesrepublik zunächst die Gründe dar, die zum Entscheid ihrer Regierung geführt hatten, dem Exportüberschuß durch steuerliche Maßnahmen zu begegnen und nicht etwa die Parität der D-Mark zu ändern. Der deutsche Standpunkt wurde nach einläßlicher Diskussion allgemein akzeptiert, nachdem

anfänglich die Minister einiger Länder sich für eine Wechselkursänderung ausgesprochen hatten. Im Falle Frankreichs wurde lediglich das Maß einer allfälligen Wechselkursanpassung erörtert, die grundsätzliche Frage der Zweckmäßigkeit eines solchen Schrittes jedoch dem Entscheid der französischen Regierung anheimgestellt. Ferner erklärten sich die neun Partnerländer bereit, Frankreich zur Überwindung von Währungsschwierigkeiten während der Phase der Anpassung an die nach den Mai-Unruhen von der Regierung gemachten Zugeständnisse eine Kreditzusage im Gesamtbetrag von 2 Milliarden Dollar einzuräumen. An dieser Hilfe beteiligte sich die Nationalbank im Einvernehmen mit dem Bundesrat mit einer Quote von 100 Millionen Dollar.

Der französische Staatspräsident gab kurz nach den Bonner Besprechungen seinen Entschluß bekannt, den französischen Franc nicht abzuwerten. Die Regierung traf statt dessen eine Reihe von Maßnahmen, von denen bereits an anderer Stelle die Rede war, und führte die erst Anfang September aufgehobene Devisenkontrolle in stark verschärfter Form wieder ein. Der Entscheid des französischen Staatspräsidenten, keine Abwertung vorzunehmen, wurde von amerikanischer wie von deutscher Seite offiziell begrüßt. Die Bundesrepublik ergänzte die steuerlichen Maßnahmen zur Verminderung der Außenhandelsüberschüsse durch Vorkehrungen zur Abwehr spekulativer Geldzuflüsse aus dem Ausland. Die britische Regierung unternahm angesichts der nach wie vor labilen Situation des Pfundes im Anschluß an die Bonner Konferenz ihrerseits zusätzliche Schritte zur Eindämmung der Konsumnachfrage und der Importe, von denen ebenfalls bereits die Rede war.

Das Vertrauen in den Dollar wurde von der jüngsten Währungsspekulation nicht in Mitleidenschaft gezogen. Die Unruhe beschränkte sich ausschließlich auf Europa. Tatsächlich hat sich die Zahlungsbilanzlage der Vereinigten Staaten im laufenden Jahr im Vergleich zu 1967 erheblich gebessert. Nach den bisher vorliegenden Zahlen dürfte das Defizit der Gesamtbilanz «on liquidity basis» von 3,6 auf rund 1,5 Milliarden Dollar zurückgehen. Allerdings ist dieser Fortschritt in Richtung Zahlungsbilanzgleichgewicht ausschließlich der Verbesserung der Kapitalverkehrsbilanz sowie der Kürzung der Regierungsausgaben im Ausland zuzuschreiben. Die Handels- und Ertragsbilanz hat sich demgegenüber weiterhin ungünstig entwickelt. Der Aktivsaldo der Handelsbilanz, der in früheren Jahren 4 bis 5 Milliarden Dollar erreichte, ist in den ersten neun Monaten dieses Jahres auf rund 800 Millionen Dollar zusammengeschrunpft.

Die Entwicklung der Kapitalbilanz der Vereinigten Staaten mit dem Ausland ist wohl eine der bemerkenswertesten Erscheinungen im internationalen Währungsgeschehen dieses Jahres. Der Kapitalstrom von Europa nach Amerika hat in außerordentlichem Maße zugenommen. So flossen bedeutende kurzfristige Gelder nach Amerika, indem die amerikanischen Banken über ihre europäischen Filialen den Euro-Dollar-Markt in Anspruch nahmen. (Die Verbindlichkeiten amerikanischer Banken

gegenüber ihren europäischen Niederlassungen nahmen in den ersten acht Monaten 1968 um 3 Milliarden auf 7 Milliarden Dollar zu.) Besonderes Interesse verdient indessen die Tatsache, daß auch langfristiges europäisches Kapital in großem Umfang, und zwar in Form von Käufen amerikanischer Wertschriften, in den Vereinigten Staaten Anlage suchte. (Die Käufe amerikanischer Wertschriften durch Ausländer erreichten nach vorliegenden Angaben in den ersten neun Monaten dieses Jahres 2,8 Milliarden Dollar gegen 1 Milliarde Dollar im ganzen Jahr 1967). Die Frage drängt sich auf, wie weit es sich hier um eine temporäre Erscheinung, begünstigt beispielsweise durch die hohen Zahlungsbilanzüberschüsse und die aktive Unterstützung des Kapitalexportes in der Bundesrepublik, handelt oder ob dies den Anfang einer durch politische Ereignisse geförderten strukturellen Wendung darstellt. Die Frage läßt sich vorerst noch nicht eindeutig beantworten. Skeptischen Äußerungen wird von Finanzfachleuten entgegengehalten, daß die Zunahme der ausländischen Käufe amerikanischer Wertschriften nicht so sehr auf die günstige Börsenkursentwicklung und auf politische Überlegungen als vielmehr auf eine Änderung in den Anlagegewohnheiten der europäischen Sparer zurückzuführen sei. Es wird dabei insbesondere auf die großen Erfolge der neuen amerikanischen Investmentfonds in Europa hingewiesen. Für die amerikanische Zahlungsbilanz und damit die Position des Dollars ist die Frage, ob diese Kapitalbewegungen andauern werden, von großer Bedeutung, solange sich die Handels- und Ertragsbilanz nicht wesentlich gebessert hat. Auf längere Sicht hingegen scheint es klar, daß ein Land wie die Vereinigten Staaten sein Zahlungsbilanzgleichgewicht nicht durch Kapitalimporte aufrechterhalten kann. Denn wer sollte sonst den weniger entwickelten Ländern Kapital zur Verfügung stellen? Amerika wird daher, auch wenn die Kapitalbewegungen sich weiterhin zu seinen Gunsten entwickeln, nichtdestoweniger um eine entscheidende Verbesserung seiner laufenden Bilanz bemüht sein müssen. Dazu aber scheint vor allem eine Eindämmung der inflatorischen Konjunkturüberhitzung unerlässlich.

Wenn auch der jüngste Ansturm der Währungsspekulation durch eine Reihe von Maßnahmen und enge Zusammenarbeit unter den Notenbanken abgewehrt werden konnte, so bleibt doch die Lage vorerst weiterhin labil, und sie wird es solange bleiben, als nicht ein besseres Zahlungsbilanzgleichgewicht unter den führenden Ländern hergestellt wird. Nicht das Währungssystem muß reformiert werden, wie in letzter Zeit immer wieder gefordert worden ist, sondern das Zahlungsbilanzverhalten und die Währungsdisziplin der einzelnen Länder. Daß die Schweiz an der Herstellung und Erhaltung stabiler Verhältnisse in ganz besonderem Maße interessiert ist, braucht nicht besonders betont zu werden. Von den jüngsten Spekulationswellen ist der Franken für einmal weitgehend unbehelligt geblieben. Wir können nicht darauf zählen, daß dies bei einer weiteren Währungskrise wiederum der Fall wäre.

Die Konjunkturlage in der Schweiz

Die Wirtschaft unseres Landes wird weiterhin durch die wachsende Nachfrage aus dem Ausland stimuliert. Die Zunahme der Exporte und der von diesem Sektor ausgehenden Auftriebskräfte hat sich in den vergangenen Monaten noch verstärkt. Unter ihrem Einfluß ist eine allmähliche Belebung auch der Binnenwirtschaft festzustellen. Den Auftriebstendenzen stehen nach wie vor retardierende Auswirkungen des knappen Arbeitsangebots gegenüber, welches expansiven Investitionsvorhaben einen engen Spielraum setzt. Die in diesem Zusammenhang erforderlich gewordenen Rationalisierungsbemühungen haben sodann in zunehmendem Maße zu Strukturbereinigungen in Gestalt von Betriebszusammenlegungen und Betriebseinstellungen geführt. Wie weit sich unter der sichtbaren Oberfläche eines immer noch relativ ruhigen Wachstums bereits expansiver Zündstoff ansammelt, der von einem bestimmten Punkt an eine akute Konjunkturüberhitzung in Gang setzen könnte, läßt sich allerdings schwer feststellen. Die weitere Entwicklung ist jedenfalls aufmerksam zu verfolgen.

Unsere Exporte sind, wie gesagt, weiterhin in raschem Steigen begriffen. Der Wert der Warenausfuhr in den drei Monaten August bis Oktober übertraf den entsprechenden Vorjahreswert um nicht weniger als 17,7%. Die Wachstumsrate in den ersten zehn Monaten ist mit 14,8% mehr als doppelt so groß (6,2%) als in der gleichen Zeit des letzten Jahres. An diesem Aufschwung nehmen nunmehr so ziemlich alle wichtigeren Branchen unserer Exportwirtschaft teil. So betrug die Exportsteigerung wertmäßig – wiederum in den ersten zehn Monaten des Jahres verglichen mit der entsprechenden Periode 1967 – in der Nahrungsmittelindustrie 16,9%, in der chemischen Industrie 15,5%, in der Maschinen- und Apparateindustrie 14,8% und in der Textilindustrie 8,6%.

Die Auftriebskräfte gehen in erster Linie von europäischen Ländern, namentlich aber vom Konjunkturaufschwung in der Bundesrepublik, aus. Die Exporte nach Westdeutschland nahmen wertmäßig im Zeitraum Januar bis Oktober 1968 um nicht weniger als 25,4% zu. Nach Schweden stiegen sie um 16,6%, nach Italien um 15,6% und nach den Vereinigten Staaten um 14,7%, während die Zuwachsrate für Großbritannien 12,6% und für Frankreich 5,8% erreichte, also unter der durchschnittlichen Exportsteigerung lag. Da der Auftragseingang aus dem Ausland sich beschleunigt hat, ist für die nächsten sechs Monate an sich mit einem Fortdauern der guten Exportentwicklung zu rechnen. Wie weit diese allerdings durch die kürzlich in Frankreich und Großbritannien getroffenen Restriktionen beeinträchtigt wird, bleibt abzuwarten. Die in der Bundesrepublik beschlossene fiskalische Maßnahme über Entlastung der Einfuhr und gleichzeitigige Belastung der Ausfuhr dürfte ein gewisses Gegengewicht gegen negative Einflüsse bilden, da sie unsere Konkurrenzstellung sowohl in Deutschland als auch auf Drittmärkten etwas verbessert.

Die erstmals im Juli beobachtete Steigerung der *Importe* hat in den vergangenen Monaten weiter angehalten.

Die Zuwachsrate betrug in den ersten zehn Monaten 8,4% gegen 5,5% im Vorjahr. Im Oktober allein erreichte sie gar 23,1%. Erfahrungsgemäß ist bei uns immer dann eine Intensivierung der Einfuhrfähigkeit festzustellen, wenn sich die Wirtschaft im Aufschwung befindet. Damit steht auch in Einklang, daß vornehmlich die Importe von Investitionsgütern und Energieträgern gestiegen sind, nämlich um nicht weniger als je rund 20% in der Zeit von Januar bis Oktober.

Das Handelsbilanzdefizit hat sich als Folge der kräftigen Exportausweitung weiter vermindert. Es war mit 1958 Millionen Franken in den ersten zehn Monaten um nahezu ein Viertel geringer als vor Jahresfrist. Von Interesse erscheint in diesem Zusammenhang, daß dieser Rückgang zum Teil der vergleichsweisen Entwicklung von Export- und Importpreisen zuzuschreiben ist, sind doch in den ersten drei Quartalen die Preise der Exporte im Mittel um 4%, jene der Importe hingegen nur um 0,6% angestiegen. Soweit dieses Resultat der nicht immer ganz eindeutig interpretierbaren Berechnungen der Außenhandelspreisentwicklung die Wirklichkeit korrekt widerspiegelt, deutet die kräftige Zunahme der Ausfuhr darauf hin, daß unsere Wirtschaft eine relativ günstige internationale Wettbewerbsstellung genießt.

Im Bereich der inlandorientierten Wirtschaftszweige hat die Belebung der Wohnbautätigkeit weiter angehalten. Die Zahl der neu erstellten Wohnungen in den 65 von der Statistik erfaßten Städten ist von Januar bis Oktober im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode um 7% gestiegen. Bereits ist festzustellen, daß nach einer Periode relativer Stabilität die Grundstückpreise wie auch die Baukosten wieder in Bewegung geraten. In städtischen Agglomerationen, auf die sich die Zunahme der Bautätigkeit besonders konzentriert, haben die Grundstückpreise wieder deutlich angezogen, während sie offenbar in ländlichen Gegenden noch einigermaßen stabil geblieben sind. Der Zürcher Baukostenindex zeigt sodann für Anfang Oktober ein Ansteigen der Baukosten gegenüber dem Vorjahresstand von 1,2% oder um rund das Doppelte der gleichen Vorjahresperiode.

Die gemeldeten Bauvorhaben lassen darauf schließen, daß die Zunahme der Bautätigkeit auch im kommenden Jahr fortauern dürfte. Die Zahl der in den ersten zehn Monaten erteilten Wohnbaubewilligungen übertrifft jene der gleichen Vorjahresperiode um 16,7%. Die in den ersten neun Monaten begutachteten Fabrikbauvorhaben sind zwar ihrer Anzahl nach zurückgegangen. Das geplante Bauvolumen für Neu- und Erweiterungsbauten übertrifft indessen den Vorjahresumfang um nicht weniger als 10,7%. Die industriellen Bauinvestitionen beginnen nun also ebenfalls deutlich anzuziehen, wobei der Rückgang der Zahl der Projekte mit dem Trend zu verstärkter Konzentration in Zusammenhang zu stehen scheint.

Der *private Konsum* von Gütern und Dienstleistungen läßt bisher keine verstärkten Auftriebstendenzen erkennen. Die Zuwachsrate der privaten Konsumnachfrage

dürfte 1968, nach Ausschaltung der eingetretenen Preis-erhöhungen, gleich hoch, nämlich rund 2,5%, ausfallen wie im vergangenen Jahr.

Nach den vorliegenden Zahlen zu schließen, haben die *Ausgaben der öffentlichen Hand* im zu Ende gehenden Jahr etwas weniger stark zugenommen als 1967. Dies ist vor allem auf die Entwicklung in den Kantonen und Gemeinden zurückzuführen, wo sich die bisherige Ausgabenexpansion verlangsamt hat. Das Budget des Bundes für das kommende Jahr sieht eine Steigerung der Ausgaben um 10% vor. Da auch die Aufwendungen der Kantone und Gemeinden erheblich zunehmen dürften, werden sich die Ansprüche der öffentlichen Hand an die Wirtschaft 1969 anteilmäßig kaum weiter vermindern.

Die Lohnentwicklung verlief in den ersten drei Quartalen des Jahres ruhig. Die Lohnsätze stiegen in dieser Zeit um 3,1%, während sie sich in der gleichen Periode 1967 um 4,3% erhöht hatten. Dies wird sich in nächster Zeit allerdings ändern, werden doch die Lohnerhöhungen des Bundespersonals sowie der Angestellten einer ganzen Reihe von Kantonen und Gemeinden in Kraft treten. Namhafte Aufbesserungen sind in letzter Zeit sodann im Bankgewerbe und von den Versicherungsgesellschaften zugestanden worden. Die damit verbundene Einkommenssteigerung dürfte, zusammen mit der Heraufsetzung der AHV-Renten, nicht ohne Einfluß auf die Konsumnachfrage bleiben.

Die Aufwärtsbewegung der Konsumentenpreise hat sich in letzter Zeit wieder leicht beschleunigt. Die prozentuale Überhöhung gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat betrug Ende November gleich wie im Oktober 2,2%. Im November 1967 hatte die Teuerungsrate 3,7% betragen. Bei der Beurteilung der Preisentwicklung ist immer wieder daran zu erinnern, daß die Preise dem Konjunkturverlauf in der Regel mit einer beträchtlichen zeitlichen Verzögerung folgen, so daß die gegenwärtige Preisbewegung nicht unbedingt die Konjunkturverfassung von heute widerspiegelt.

Die Lage am Geld- und Kapitalmarkt

Der Geldmarkt war in den vergangenen Monaten zeitweise etwas angespannt. Angesichts der günstigen Konditionen an den ausländischen Märkten hielten die Ban-

ken mit der Aufstockung ihrer inländischen Liquidität zurück. Da jedoch die Verbindlichkeiten zugenommen hatten, wurde die Liquiditätslage der Banken relativ knapp. Ende Oktober verschafften sie sich zusätzliche Kasse durch Verkauf von Dollars an die Nationalbank. Auch die Dollars, welche der Notenbank im Zusammenhang mit der Währungskrise Mitte November im Ausmaße von 913 Millionen Franken zuflossen, dienten einer Anpassung der Liquidität der Banken, die ohnehin erforderlich gewesen wäre.

Der Zustrom ausländischer Gelder zu unseren Banken dauerte auch im dritten Vierteljahr an. Er fiel jedoch wesentlich schwächer aus als in den ersten beiden Quartalen. Die Auslandsverbindlichkeiten wuchsen von Juli bis September um 0,6 Milliarden Franken, während sie im zweiten Quartal um rund 2 Milliarden Franken zugenommen hatten. Diese ausländischen Gelder wurden von den Banken wiederum in vollem Umfange im Ausland angelegt. Die ausländischen Guthaben der Kreditinstitute erhöhten sich um die erwähnten 0,6 Milliarden Franken auf 32,5 Milliarden Franken Ende September. Der Nettobetrag der kurzfristigen Auslands Guthaben unseres Bankensystems beläuft sich damit unverändert auf 5 Milliarden Franken. Auf die Bedeutung, welche diese Auslandsanlagen als potentielle Liquiditätsreserve besitzen, auf die im Falle einer rascheren Konjunktur- und Kreditexpansion zurückgegriffen werden könnte, ist schon wiederholt hingewiesen worden.

Am Kapitalmarkt herrschte in den vergangenen Monaten eine weiterhin rege Emissionstätigkeit. Die aufgelegten Anleihen wurden zwar mit wenigen Ausnahmen recht gut gezeichnet, doch machte sich eine gewisse Sättigung der Nachfrage bemerkbar. Dies kam in der Tatsache zum Ausdruck, daß voll gezeichnete neue Anleihen kurz nach der Emission unter dem Ausgabepreis notiert wurden. Es betrifft dies insbesondere Schweizerfrankenleihen ausländischer Schuldner, die offenbar die Konkurrenz ausländischer Emissionsmärkte zu spüren bekamen. Die Nettobeanspruchung des Marktes durch öffentlich aufgelegte Anleihe- und Aktienemissionen erreichte in den ersten elf Monaten einen Betrag von 3824 Millionen Franken oder rund 648 Millionen Franken mehr als im vergangenen Jahr. Davon entfielen 2569 Millionen auf inländische, 823 Millionen auf ausländische Obligationen-Anleihen und 432 Millionen Franken auf inländische Aktienemissionen.