

An der Sitzung des Bankrates der Schweizerischen Nationalbank vom 13. Juni 1969 hat Dr. E. Stopper, Präsident des Direktoriums, folgendes ausgeführt:

I

Wirtschafts- und Valutalage

Einleitende Bemerkungen

Die Weltwirtschaft steht im Zeichen der kräftigen Expansion, die derzeit in praktisch allen wichtigeren Industrieländern festzustellen ist. Im Hinblick auf die fortschreitende konjunkturelle Erwärmung, die von der anhaltend hohen Auslandsnachfrage ausgehend nun auch die Schweiz ergriffen hat, befaßt sich dieses Exposé in erster Linie mit der Wirtschaftslage in unserem Lande, wie sie sich vor dem Hintergrund der Konjunkturperspektiven im Ausland abzeichnet. Der internationalen Währungsentwicklung sind aus diesem Grunde für einmal lediglich einige kurze Bemerkungen gewidmet.

Zur internationalen Währungslage

Im Vordergrund des internationalen Währungsgeschehens stand in jüngster Zeit die Währungsunruhe, die Ende April/Anfang Mai durch die sich ausbreitende Erwartung einer Aufwertung der D-Mark ausgelöst wurde. In der Bundesrepublik hatte sich im Laufe des Frühjahrs angesichts der trotz der Exportbelastung unvermindert hohen Exportaufträge eine ausgedehnte Diskussion über die Notwendigkeit einer außenwirtschaftlichen Absicherung gegen die inflatorischen Auftriebskräfte entfaltet. Nach dieser sehr intensiv geführten Auseinandersetzung erweckten Äußerungen von offizieller Seite Ende April den Eindruck, eine Währungsanpassung stehe unmittelbar bevor. Der Bundesbank flossen in der Folge während der kurzen Zeit vom 30. April bis zum 9. Mai, dem Tage, da sich die Bundesregierung gegen eine Aufwertung der D-Mark entschied, Devisen im Umfange von 4,1 Milliarden Dollar zu. Nachdem diese Gelder zunächst vorwiegend den Devisenmärkten, insbesondere dem Euromarkt, entstammten, sah sich in den letzten Tagen der kritischen Epoche sodann eine ganze Anzahl Notenbanken zur Abgabe von Devisen aus ihren Reserven veranlaßt. Der Betrag an Reserven, der in diesem Zusammenhang von den Notenbanken von insgesamt etwa 8 bis 10 Ländern an die Bundesrepublik verloren wurde, wird auf ungefähr 1,7 Milliarden Dollar veranschlagt. Im Unterschied zur Währungskrise vom November letzten Jahres wiesen diese Reserveverluste eine breite Streuung auf. Bei den Mittelzuflüssen nach der Bundesrepublik dürfte es sich auch zu einem bedeutenden Teil um Verschiebungen in den Zahlungsterminen (sog. leads and lags), insbesondere

um Vorauszahlungen des Auslandes für deutsche Exportleistungen, gehandelt haben. Daraus erklärt sich wohl auch weitgehend die Tatsache, daß bis Anfang Juni von den der Bundesbank zugeströmten ausländischen Geldern erst annähernd die Hälfte (2,2 Milliarden Dollar) wieder abflossen. Verzerrungen in den Zahlungsterminen brauchen aus naheliegenden Gründen erhebliche Zeit, bis sie sich wieder ausgeglichen haben.

Die internationale Zahlungsbilanzentwicklung während der ersten Monate des laufenden Jahres entsprach in verschiedener Hinsicht nicht den aufgestellten Prognosen oder gehegten Hoffnungen. So lassen insbesondere die laufenden Bilanzen der beiden Reservewährungsländer die seit langem angestrebte Besserung nach wie vor vermissen.

Wie bereits im vergangenen Jahr, so sind den Vereinigten Staaten auch im ersten Vierteljahr 1969 wiederum bedeutende Kapitalien zugeflossen. Die Käufe amerikanischer Wertschriften durch das Ausland dauerten auf hohem Niveau fort. Daneben haben amerikanische Banken unter dem andauernden Druck der Geldmarktverknappung in den USA weiterhin in großem Umfange – rund 3 Milliarden Dollar in den ersten drei Monaten 1969 – kurzfristige Dollars am Euromarkt aufgenommen. Da andererseits gleichzeitig bedeutende Mittel aus amerikanischen Direktinvestitionen im Ausland, die über das Jahresende zur Erfüllung der von der Regierung aufgestellten Zahlungsprogrammziele nach den Vereinigten Staaten repatriiert worden waren, wieder ins Ausland zurückflossen, schloß der nach dem Liquiditätsgrad der Auslandsverpflichtungen ermittelte Zahlungsbilanzsaldo mit einem Defizit von 1,8 Milliarden Dollar. In diesem Saldo werden die kurzfristigen Eurodollaraufnahmen nicht als ausgleichender Kapitalimport berücksichtigt. In der Devisenbilanz, dem Saldo «on official settlements basis», wo dies hingegen der Fall ist, ergab sich ein Aktivüberschuß von 1,1 Milliarden Dollar. Die außerordentlich große Divergenz zwischen diesen beiden Zahlungsbilanzergebnissen zeigt an, daß die amerikanische Zahlungsbilanz noch kein natürliches Gleichgewicht gefunden hat. In den Vereinigten Staaten rechnet man offenbar damit, daß die Konjunkturdämpfungsmaßnahmen erst nach und nach wirksam werden und daß sich deshalb auch die Handels- und Ertragsbilanz nur allmählich bessern wird.

Beim Blick auf die Handelsbilanzentwicklung Großbritanniens stimmt nachdenklich, daß die gegen Ende des letzten Jahres angelaufene Besserung bereits wieder abzuklingen scheint, indem der Exportaufschwung nachläßt, die Wareneinfuhr jedoch unvermindert weitersteigt. Das Handelsbilanzdefizit der ersten vier Monate hat einen sehr hohen Betrag (187 Millionen Pfund) erreicht. Günstiger als im letzten Jahr hat sich bisher die Dienstleistungsbilanz entwickelt. Da zugleich auch der Saldo der Kapital-

bewegungen als Folge ausländischer Kredite zur Finanzierung der «import deposits» und erhöhter Pfundguthaben der Sterlingzone sich verbesserte, waren die britischen Behörden im ersten Quartal in der Lage, ausstehende Währungskredite in der Höhe von annähernd 1 Milliarde Dollar zurückzuzahlen, ohne eine entsprechende Verminderung ihrer Währungsreserven zu erleiden. In den vergangenen Wochen hat die britische Regierung im Hinblick auf weitere bedeutende Fälligkeiten den Internationalen Währungsfonds um einen neuerlichen Stand-by-Kredit von 1 Milliarde Dollar ersucht. Sie dürfte die Hälfte dieses Kredites voraussichtlich gegen Ende Juni in Anspruch nehmen. Zur teilweisen Finanzierung dieses Kredites hat der Währungsfonds, wie schon in früheren Jahren, in Aussicht genommen, auf die Allgemeinen Kreditvereinbarungen zurückzugreifen.

Ein wachsendes Defizit hatte in den vergangenen Monaten auch Frankreich in seiner Handels- und Ertragsbilanz zu verzeichnen. War ein Abbau der jahrelangen Überschuldsituation Frankreichs im Interesse eines besseren internationalen Zahlungsbilanzgleichgewichts erwünscht, so ist nun zu hoffen, daß dieser Abbau im angemessenen Rahmen gehalten werden kann. Die ungewöhnlich hohen Aktivsaldi, die sowohl Italien als auch die Bundesrepublik Deutschland während der letzten Jahre in ihren Ertragsbilanzen zu verzeichnen hatten, haben sich in letzter Zeit ebenfalls vermindert. Da in beiden Ländern zugleich ein starker Kapitalexport bzw. Kapitalabfluß stattfand, sind ihre Gesamtbilanzbilanzen defizitär geworden. Während in der Bundesrepublik diese Entwicklung den Intentionen der Behörden entsprach, hat sich der Kapitalabfluß in Italien zu einem Störungsfaktor entwickelt, dem die Regierung durch verschiedene Maßnahmen zu begegnen versucht.

Hat sich somit die anhaltende Überschuldsituation der wichtigsten Industrieländer Kontinentaleuropas in jüngster Zeit im angestrebten Sinne verringert, so steht diesem Trend zu einem besseren Zahlungsbilanzgleichgewicht offensichtlich noch keine entsprechende Wendung in den laufenden Bilanzen der wichtigsten Defizitländer gegenüber. Stattdessen haben sich kräftige Überschuldsituationen in einigen anderen Ländern, wie namentlich Japan, gebildet. Die Überbrückung des langjährigen Ungleichgewichtes im Zahlungsverkehr zwischen den Vereinigten Staaten und Kontinentaleuropa durch kompensierende Kapitalbewegungen, die im vergangenen Jahr ziemlich überraschend einsetzte, scheint weitgehend temporärer Natur zu sein und dürfte daher keinen dauernden Ausgleich bringen. Die bedeutenden Geldabflüsse nach den Vereinigten Staaten haben vielmehr verschiedene europäische Länder in letzter Zeit vor neue Probleme in Gestalt einer zunehmenden Mittelverknappung und außergewöhnlicher Zinssatzsteigerungen gestellt.

Zur Lage der Weltwirtschaft

Die Wirtschaft der *Vereinigten Staaten* befindet sich, trotz einer auf Dämpfung gerichteten Fiskalpolitik und ausgesprochen restriktiven monetären Maßnahmen, im

wesentlichen immer noch in einem Zustand inflatorischer Expansion. Wohl deuten in letzter Zeit einige Indikatoren auf eine allmähliche Abschwächung des Konjunkturauftriebes hin. So stagnierten der Industrieproduktionsindex, bedingt namentlich durch Rückschläge in der Automobil- und Textilindustrie, sowie die Entwicklung der individuellen Einkommen. Die Wohnbautätigkeit war rückläufig. Andere wichtige Größen, wie beispielsweise der Auftragseingang in der Industrie hingegen, wiesen gleichzeitig immer noch kräftige Zunahmen auf. Der Preisauftrieb dauert unvermindert fort, ja hat sich noch verstärkt. Der Index der Konsumentenpreise lag im April um 5,4% über dem Vorjahresstand. Die Unternehmen rechnen offensichtlich mindestens noch für das zweite Viertel dieses Jahres mit einem Fortdauern der hohen Aktivität. Im übrigen scheint in der Wirtschaft die Überzeugung vorzuherrschen, daß sich keine Regierung der Vereinigten Staaten eine Rezession leisten könne. Die Regierung beteuert demgegenüber ihre Entschlossenheit, an der Restriktionspolitik solange festzuhalten, bis das Inflationsklima gebrochen ist. Sie hat dem Kongreß weitere Ausgabenkürzungen sowie die Aufhebung des bisherigen Investitionsrabattes von 7%, zugleich allerdings auch eine Herabsetzung des bisherigen Steuerzuschlages von 10% auf 5% ab Ende dieses Jahres und die völlige Aufhebung ab Mitte 1970 beantragt. Die Währungsbehörden haben das Geld- und Kreditangebot recht massiv eingeschränkt. Die Federal Reserve Banken haben ihre Titelaufkäufe am offenen Markt, die bisher pro Jahr 3 bis 5 Milliarden Dollar erreichten, seit letztem November eingestellt, die Mindestreservesätze erhöht und den Diskontsatz heraufgesetzt. Sie haben damit eine Kreditverknappung herbeigeführt, welche die Zinssätze auf Rekordhöhe steigen ließ. Für dreimonatige Schatzwechsel beispielsweise werden derzeit Sätze von 6,59%, für kurzfristige Bankdarlehen solche von 7,75% bezahlt. Bisher haben indessen weder die Fiskalmaßnahmen noch die Kreditverknappung und die damit zusammenhängenden außerordentlich hohen Zinssätze den Boom wirklich zu brechen vermocht. Was insbesondere die hohen Zinssätze anbetrifft, so bestätigt die Entwicklung in Amerika die Erfahrung, daß in einer Phase inflationären Aufschwunges die Höhe der Zinssätze für die Kreditbeanspruchung seitens der Wirtschaft keine entscheidende Rolle spielt, und Geld auch bei stark steigenden Zinskosten soweit aufgenommen wird, als es überhaupt erhältlich ist. Es bleibt abzuwarten, ob die eingeschlagene Restriktionspolitik nicht schließlich doch, wie von der Administration und manchen Vertretern der Wirtschaftswissenschaft angenommen wird, die inflatorische Expansion bremsen wird. Eine baldige Konjunkturdämpfung wäre nicht zuletzt auch im Hinblick auf die Entwicklung der Handels- und Ertragsbilanz, die sich im ersten Vierteljahr 1969 nochmals verschlechtert hat, erwünscht.

In *Großbritannien* scheint sich in letzter Zeit die wirtschaftliche Belebungen, die namentlich in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres festzustellen war, verlangsamt zu haben. Die industrielle Produktion wies im ersten Quartal 1969 keinen Zuwachs auf. Zum Teil scheint dies auf die starke Auslastung der vorhandenen Kapazitäten zurückzuführen zu sein. Dafür spricht der Rückgang

der Arbeitslosen-Ziffer im April auf einen seit längerer Zeit nicht mehr erreichten Tiefstand. Im übrigen aber dürften auch die beträchtlichen Produktionsausfälle, die durch wiederholte Streiks verursacht worden sind, dazu beigetragen haben. Noch ist unklar, ob diese Verlangsamung darüber hinaus eine Abschwächung des inländischen Nachfrageauftriebs und damit das Wirksamwerden der ergriffenen Restriktionsmaßnahmen ankündigt. Bekanntlich hatte die britische Regierung im März 1968 und nach der Währungskrise vom vergangenen November zusätzliche Maßnahmen fiskalischer und monetärer Art ergriffen. Als Folge der Budgetbeschränkungen ergab sich im Staatshaushalt erstmals nach hohen Defiziten ein Einnahmenüberschuß, während gleichzeitig auch die Geld- und Kreditversorgung eingeschränkt wurde. Ähnlich wie in den Vereinigten Staaten läßt sich indessen noch nicht feststellen, ob der seit Jahren trotz allen Dämpfungsmaßnahmen andauernde Auftrieb der Inlandnachfrage wirklich eingedämmt worden ist. Die Entwicklung der Aussenhandelszahlen läßt eher daran zweifeln. Sie zeigt nämlich, daß sich in den vergangenen Monaten vor allem die Exporte abgeschwächt haben, während die britische Nachfrage nach Importen unvermindert anhielt. Als Folge davon hat sich die Handelsbilanz Großbritanniens in den ersten vier Monaten des laufenden Jahres nach einer hoffnungsvollen Entwicklung in der zweiten Hälfte 1968 wieder erheblich verschlechtert. Diese Entwicklung ist nicht geeignet, die Anfälligkeit des Pfundes gegenüber internationalen Währungsunruhen zu verringern. Für die weitere Entwicklung der britischen Wirtschaft wird zweifellos auch die Regelung des Streikproblems, mit dem die Regierung ringt, von entscheidender Bedeutung sein.

Der Konjunkturaufschwung, in dem sich die Wirtschaft der *Bundesrepublik Deutschland* seit dem letzten Jahre befindet, dauert mit ungebrochenem Elan fort und nähert sich immer deutlicher einem Zustand der Überhitzung. Trotz der im November eingeführten Ausgleichssteuer von 4% zur Verteuerung der Exporte gehen die stärksten Auftriebsimpulse vorerst noch nach wie vor von der Auslandsnachfrage aus. Die Auslandsaufträge haben jedenfalls bis zum April noch stärker zugenommen als im gleichen Zeitraum des Vorjahres. Die Zuwachsraten der effektiven Exporte betrug zwar in den ersten vier Monaten gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode nur noch 13,5% verglichen mit 19,7% in den letzten vier Monaten des Vorjahres, doch scheint diese Abschwächung weniger auf ein Nachlassen der ausländischen Nachfrage als vielmehr darauf zurückzuführen zu sein, daß die deutsche Exportwirtschaft ihre Lieferungen nicht mehr im gleichen Rhythmus auszudehnen vermag.

Zum anhaltenden Auftrieb von der Exportseite her tritt in zunehmendem Masse die anschwellende Inlandnachfrage. Besonders kräftig nehmen vor allem die privaten Investitionen zu. Aber auch der private Konsum wächst rascher. Die steigende Nachfrage hat zu einer starken Ausweitung der industriellen Produktion – um 16% im 1. Quartal 1969 gegenüber dem gleichen Zeitraum des Vorjahres – geführt. Zugleich sind auch die Warenbezüge aus dem Ausland in die Höhe geschneit. Der Importzu-

wachs hat in den ersten vier Monaten mit 22% den Exportanstieg überrundet. Trotz den gestiegenen Produktionsleistungen und den stark angewachsenen Warenbezügen aus dem Ausland haben die Auftragsbestände der Industrie auffallend zugenommen. Sie haben ein Ausmaß erreicht, das bereits leicht über jenem des Booms von 1965 liegt. Parallel dazu sind die Lieferfristen im Wachsen begriffen. Dies deutet auf eine steigende Überbeanspruchung der Wirtschaft hin. Auch die Lage am Arbeitsmarkt ist sehr angespannt. Die Arbeitslosenquote war im April mit 0,7% niedriger, die Zahl der offenen Stellen höher als je seit dem Boom von 1965. Die Zahl der ausländischen Arbeitskräfte ist auf 1,3 Milliarden, den bisher höchsten Stand angestiegen. Die Löhne und Preise sind bisher noch nicht stärker in Bewegung geraten. Der Preisauftrieb hat sich zwar etwas beschleunigt. Die Überhöhung des Lebenskostenindex gegenüber dem Vorjahr war im April mit 2,6% aber immer noch bescheiden.

Um die sich beschleunigende Expansion etwas zu zügeln, hat die Regierung Mitte März Ausgabenkürzungen im Bundeshaushalt verfügt. Die angesichts des Konjunkturaufschwunges zu erwartenden höheren Steuereingänge von Bund, Ländern und Gemeinden sollen nicht ausgegeben, sondern zu einer Reduktion der Verschuldung verwendet werden. Bereits im Februar hatte die Bundesbank ihre bis dahin auf einen Ausgleich der Zahlungsbilanz durch Förderung von Geld- und Kapitalexporten gerichtete Politik auf vermehrte Eindämmung der inländischen Auftriebskräfte umgestellt. Im Zusammenhang mit der Währungskrise von Anfang Mai beschloß die Regierung weitere Kürzungen der Staatsausgaben zur Eindämmung der Inlandnachfrage. Die Bundesbank führte die bereits im November letzten Jahres vorübergehend verfügte Mindestreservenbelastung von 100% auf ausländischen Bankguthaben wieder ein, um den Zufluß ausländischer Gelder in die Bundesrepublik zu bremsen. Trotz diesen Maßnahmen kann mit einer nachhaltigen Abschwächung der Auftriebskräfte in nächster Zeit wohl kaum gerechnet werden.

Die *französische* Wirtschaft hat den Produktionsausfall, den die sozialen und politischen Unruhen vom Mai/Juni des vergangenen Jahres verursacht hatten, weitgehend aufgeholt. Die von der Regierung nach der Krise eingeschlagene Politik, durch Ankurbelung der wirtschaftlichen Aktivität die mit der zugestandenen Lohnerhöhung um durchschnittlich etwa 15% ausgelöste Einkommenssteigerung aufzufangen, erwies sich in dieser Hinsicht als erfolgreich. Dank den vorhandenen Reserven an unausgenützten Produktionskapazitäten und nicht beschäftigten Arbeitskräften konnten Produktion und Güterangebot beträchtlich ausgeweitet werden. Das Preisniveau stieg infolgedessen zwar um über 5% an; der Preisauftrieb war aber wesentlich geringer als die Lohnsteigerung. Zu Beginn dieses Jahres scheint nun jedoch die Expansion im allgemeinen an die Grenzen der Produktionskapazitäten in der Industrie anzustossen. Auch der Arbeitsmarkt dürfte weitgehend ausgeschöpft sein. Die Wachstumsrate der industriellen Produktion hat sich daher in den vergangenen Monaten deutlich verlangsamt.

Gleichzeitig haben die Importe außerordentlich kräftig zugenommen (Zunahme im April um 38% gegenüber dem gleichen Vorjahresmonat). Dies hatte zur Folge, daß sich die Handelsbilanz deutlich verschlechterte, obschon die Exportentwicklung an sich recht erfreulich verlief (Zuwachsrate im April 24%). Das Handelsbilanzdefizit erreichte in den ersten vier Monaten einen Betrag von 4,3 Milliarden fFr. verglichen mit einem Aktivsaldo im ganzen Jahr 1968 von 6,7 Milliarden fFr. Die Exportentwicklung legt im übrigen den Schluß nahe, daß sich die internationale Wettbewerbsstellung der französischen Wirtschaft trotz der starken Lohnsteigerung bisher nicht verschlechtert hat. Gemessen an den Exportzuwachsrate befindet sich Frankreich nach wie vor in einer Spitzenposition unter den führenden Industrieländern. Die Schwierigkeiten, denen sich die französische Wirtschaftspolitik bisher gegenüber sah, lagen demnach weniger in einem konkreten Ungleichgewicht im Innern oder im Verhältnis zum Ausland, als vielmehr im erschütterten Vertrauen der französischen Bevölkerung gegenüber dem Staat und insbesondere auch gegenüber der Stabilität der Währung. Dazu kommt nun aber, daß nach der kräftigen Expansion in der zweiten Jahreshälfte der Wachstumsspielraum wesentlich kleiner geworden ist und damit die Gefahr einer inflatorischen Übersteigerung zugenommen hat, sofern es nicht gelingt, die Auftriebskräfte in Schranken zu halten.

Auch die Wirtschaft unseres südlichen Nachbarlandes *Italien* befindet sich neuerdings in einer Phase beschleunigter Expansion. Nachdem die italienische Wirtschaft während Jahren große Einnahmenüberschüsse in ihrer laufenden Bilanz erzielt hatte, also stets mehr Güter und Dienstleistungen exportiert als eingeführt wurden, ergriff die Regierung anfangs dieses Jahres Maßnahmen, um die inländische Nachfrage zu stimulieren. Die Wirtschaft hat darauf sehr rasch reagiert. So haben die Warenbezüge aus dem Ausland im 1. Quartal 1969 um nicht weniger als 25% zugenommen. Trotz zunehmender sozialer Unrast und sich häufender Streiks ist die industrielle Produktion im gleichen Zeitraum um rund 7% angestiegen. Auch die Bautätigkeit läuft erstmals seit einigen Jahren wieder auf vollen Touren. Das Preisniveau ist bisher, gemessen am Konsumentenpreisindex, bemerkenswert stabil geblieben (Zunahme im März gegenüber dem Vorjahr 1,7%). Nach der kräftigen Erhöhung der staatlichen Pensionen zu Beginn dieses Jahres und den sprunghaften Lohnerrhöhungen anlässlich der Verhandlungen der letzten Wochen ist für die kommenden Monate mit einer starken Ausweitung der Kaufkraft zu rechnen.

Ein Blick auf die kleineren Industrieländer Westeuropas zeigt, daß auch sie von der kräftigen Wirtschaftsexpansion erfaßt worden sind.

Das gilt für *Belgien* wie für die *Niederlande*, in denen der Konjunkturaufschwung sowohl von der inländischen als auch von der ausländischen Nachfrage getragen wird. In den Niederlanden scheint sich die Expansion in den vergangenen Monaten nach der sehr starken Zunahme des Jahres 1968 etwas verlangsamt zu haben. In Belgien dagegen, wo der Aufschwung erst später in Gang gekom-

men ist, nehmen Investitionen und Konsum weiterhin stark zu. In beiden Ländern dürfte die Industrieproduktion im 1. Quartal 1969 den Vorjahresstand um etwa 9% überstiegen haben. Die Preise sind besonders in den Niederlanden in den letzten Monaten sprunghaft angestiegen, was teilweise mit der Einführung der Mehrwertsteuer zusammenhängt. Der Konsumentenpreisindex überstieg im März den Vorjahresstand um beinahe 8%. Die Regierung hat im März einen Preisstop auf allen Gütern und Dienstleistungen angeordnet. In Belgien hat sich die Teuerung vorerst nur wenig beschleunigt; die Konsumentenpreise waren aber im März immerhin um 3,6% höher als ein Jahr zuvor. Beide Länder haben verschiedene Maßnahmen zur Dämpfung des inflationären Auftriebs ergriffen. In den Niederlanden wurde z.B. die steuerliche Vergünstigung für Investitionen aufgehoben und eine Erhöhung verschiedener Verbrauchssteuern vorgesehen. In beiden Ländern wurden ferner verschiedene kreditpolitische Vorkehrungen getroffen, in Belgien vor allem, um den Kapitalabfluß ins Ausland zu bremsen.

Auch in *Schweden* und *Dänemark*, wo die Konjunktur im vergangenen Jahr eher in ruhigen Bahnen verlaufen war, hat sich die Nachfrageexpansion in den letzten Monaten deutlich beschleunigt. Im 1. Quartal 1969 dürfte die Industrieproduktion in Schweden um 9% zugenommen haben, wozu insbesondere die Maschinen- und die Papierindustrie beitrugen. Im industriellen und kommerziellen Bereich Schwedens ist ein starker Auftrieb der Bautätigkeit festzustellen, während der Wohnungsbau eher rückläufig war. Sowohl Schweden als auch Dänemark hatten beträchtliche Währungsreserve-Verluste zu verzeichnen. Die Notenbanken beider Länder sahen sich veranlaßt, Maßnahmen zu ergreifen, um dem Reserveschwund Einhalt zu gebieten.

Seit dem letzten Jahr ist ferner in unserem östlichen Nachbarland *Österreich* eine kräftige Konjunkturbelebung festzustellen. Schließlich befinden sich, um die Übersicht über die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland abzurunden, auch die Volkswirtschaften der drei wichtigen überseeischen Industriestaaten *Japan*, *Kanada* und *Australien* in einer Phase raschen wirtschaftlichen Aufschwungs.

Ein Überblick über das gegenwärtige Konjunkturge-schehen im Ausland ergibt mit aller Deutlichkeit, daß im Moment die Volkswirtschaften aller Industrieländer der westlichen Welt gleichzeitig in Expansion begriffen sind. Allerdings beginnen sich die Zeichen zu mehren, die eine Abschwächung der Konjunktur in den Vereinigten Staaten anzukünden scheinen. Angesichts der fort-schreitenden Ausschöpfung der vorhandenen Produktions- und Arbeitskraftreserven ist zu befürchten, daß während der kommenden Monate in verschiedenen Ländern die Gefahr inflatorischer Überhitzung wächst und daß unter diesen Umständen die Nachfrage nach Gütern aus dem Ausland besonders stark ansteigt. Die Importzuwachsrate von 25% in Italien, 22% in Frankreich, 21% in der Bundesrepublik, 13% in Belgien und Dänemark während des ersten Quartals 1969 scheinen eine derartige Entwicklung bereits anzukünden. Wohl sind in einer

Reihe von Ländern bereits Maßnahmen zur Dämpfung der Auftriebskräfte ergriffen worden. Die Auftriebskräfte scheinen indessen in den meisten Industrieländern des europäischen Kontinentes eine derartige Dynamik zu entwickeln, daß weder von diesen Maßnahmen noch von einem allfälligen Konjunkturückgang in den Vereinigten Staaten eine nachhaltige Abkühlung des Konjunkturklimas in den nächsten Monaten zu erhoffen sein dürfte. Im Blick auf die Konjunkturperspektiven in der Schweiz wird man daraus wohl den bedeutsamen Schluß zu ziehen haben, daß in der nächsten Zeit noch mit einer weiterhin hohen Auslandsnachfrage zu rechnen ist, so daß von der Exportseite her keine nennenswerte Abschwächung des Konjunkturauftriebes erwartet werden kann.

Die konjunkturelle Situation in der Schweiz

Angesichts der engen Verbundenheit unserer Wirtschaft mit dem Ausland schlug sich die kräftige wirtschaftliche Belebung in unseren wichtigsten Partnerländern während des vergangenen Jahres in einer starken Zunahme unserer Exporte nieder. Insgesamt stieg der Wert unserer Ausfuhr 1968 um nicht weniger als 14,4%. Ein Blick auf die Ausfuhrentwicklung in den vergangenen Jahren zeigt, daß dies die stärkste relative Zunahme ist, die unser Land seit dem Koreaboom von 1951 in einem einzelnen Jahr zu verzeichnen hatte. Selbst während der letzten Konjunkturhaussse 1961/62 waren die relativen Zuwachsraten unserer Exporte niedriger. Dieser ungewöhnlich starke Anstieg der Exporte ist allerdings, wie die Exportzuwachsdaten anderer Länder beweisen, keine Ausnahmeerscheinung. So betrug die Exportzunahme 1968 in Japan 24%, in Italien 17%, in Belgien 16% und in Deutschland und Holland 14%, also gleichviel wie in der Schweiz. Der Anstieg unserer Exporte bewegt sich somit, auch wenn er im Vergleich zu früheren Jahren ungewöhnlich hoch war, durchaus im Einklang mit der Entwicklung in anderen Ländern. Der Exportsog hat auch in den ersten Monaten des laufenden Jahres keineswegs nachgelassen, sondern sich eher noch verstärkt. So stieg der Ausfuhrwert in der Zeit von Januar bis April 1969 im Vergleich zum Vorjahr um 15,7%. Er hat nunmehr alle Sektoren unserer Exportwirtschaft mit Ausnahme der Nahrungsmittelindustrie erfaßt. Besonders starke Zunahmen weisen die chemische Industrie, die Maschinenindustrie, namentlich Elektromaschinen, sowie die Textil- und Bekleidungsindustrie auf.

Unter den Abnehmerländern unserer Exportwirtschaft stehen hinsichtlich Höhe der Zuwachsrate die Bundesrepublik Deutschland mit 22% im Jahre 1968 und 34% in den ersten vier Monaten 1969 und Japan mit 24% bzw. 19% an der Spitze, gefolgt von Italien (16 bzw. 16%), Österreich (8 bzw. 13%), Großbritannien (14 bzw. 7%) und Frankreich (8 bzw. 7%). Die Exportentwicklung nach den USA zeigt im laufenden Jahr einen kräftigen Rückgang (von 15 auf - 2%), während sie umgekehrt nach Kanada eine beträchtliche Zunahme (von 5 auf 40%) aufweist.

Eine derart massive Zunahme unserer Warenlieferungen nach dem Ausland muß zwangsläufig zu einer starken Intensivierung der wirtschaftlichen Aktivität nicht

nur in den unmittelbar betroffenen Exportunternehmen, sondern von dort ausstrahlend allmählich auch in den übrigen Sektoren der Wirtschaft führen. Die Befriedigung der wachsenden Exportnachfrage löst ferner eine erhöhte Nachfrage nach Roh- und Hilfsstoffen sowie Halbfabrikaten aus, die in die Exportprodukte eingehen. Das schlägt sich in unserem rohstoffarmen Land selbstverständlich sehr bald in der Wareneinfuhr nieder. Insgesamt zeigten die Importe im Jahre 1968 eine Zunahme um 9% (1967 4,6%) und in den ersten vier Monaten 1969 um 11,7%. Sie haben sich also ebenfalls beschleunigt. Die Importe von Roh- und Hilfsstoffen haben 1968 um 6,0% und in den ersten vier Monaten dieses Jahres um 13,8% gegenüber dem gleichen Zeitraum des Vorjahres zugenommen. Auf Grund der verfügbaren Informationen kann angenommen werden, daß diese Bezüge im wesentlichen vollumfänglich in die laufende Produktion eingegangen sind und nicht zum Aufbau der Lager dienen. Die Lager an diesen Gütern sind offenbar im vergangenen Jahr zunächst weitgehend abgebaut worden und werden zur Zeit von den Unternehmern eher als zu klein betrachtet. Es ist daher zu erwarten, daß die Rohstoff- und Zwischenfabrikate-Importe in den kommenden Monaten noch weiter zunehmen werden, damit die Lager wieder aufgestockt werden können. In den beträchtlich angestiegenen Bezügen von Investitionsgütern, namentlich Maschinen, vom Ausland kommt die Zunahme der Ausrüstungsinvestitionen zum Ausdruck. In den ersten vier Monaten sind diese Importe um 6,5% gestiegen, verglichen mit 2,0% in der gleichen Zeit des letzten Jahres. Schließlich zeigt auch die Einfuhr von Konsumgütern eine deutliche Belebung (14,2% in den ersten vier Monaten). Da auch diese Bezüge dem Vernehmen nach nicht in erster Linie dem Lageraufbau dienen, wächst nun offensichtlich auch die Konsumnachfrage rascher.

Die Gegenüberstellung von Ausfuhr- und Einfuhrentwicklung zeigt, daß die Exporte, wie dies regelmäßig in einer ersten Phase des Konjunkturaufschwunges der Fall zu sein pflegt, vorerst noch rascher gewachsen sind als die Importe. Das Defizit unserer Handelsbilanz hat sich damit weiter verringert. Es betrug in den ersten vier Monaten 710 Millionen Franken und war damit niedriger als je im gleichen Zeitraum der letzten Jahre. Nachdem angesichts der gestiegenen Zinssätze und erhöhten Anlagen im Ausland zweifellos die Kapitalerträge weiter gewachsen sind, dürfte der Aktivsaldo unserer Ertragsbilanz, der für 1968 auf etwas über 2 Milliarden Franken veranschlagt wird, in der ersten Hälfte 1969 noch zugenommen haben. In den nächsten Monaten werden vermutlich die Importe stärker ansteigen, so daß sich das Handelsbilanzdefizit in der zweiten Jahreshälfte eher wieder vergrößern wird.

Bereits in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres war eine gewisse Belebung auch der Inlandnachfrage festzustellen. In den ersten Monaten dieses Jahres zeichnet sich nunmehr deutlich eine Beschleunigung ab. Dies gilt namentlich für den Investitionsbereich. Auf die wachsenden Bezüge von Investitionsgütern aus dem Ausland ist bereits hingewiesen worden. Gleichzeitig haben aber auch die inländischen Bestellungen bei der

Maschinen- und Apparateindustrie stark zugenommen. Das Schwergewicht der Ausrüstungsinvestitionen scheint bei arbeitssparenden Rationalisierungseinrichtungen zu liegen.

Die jährlichen Erhebungen des Delegierten für Konjunkturfragen zeigen sodann, daß bei den Bauinvestitionen im laufenden Jahr mit einem ganz kräftigen Anstieg zu rechnen ist. Die für 1969 gemeldeten Bauvorhaben übertreffen das Volumen des Vorjahres um 12,5%. Dies ist seit 1964 die bei weitem stärkste Zunahme. Die entsprechenden Sätze der beiden vorangegangenen Jahre 1967 und 1968 betragen nach Rückgängen in den Jahren 1965 und 1966 lediglich zwischen 1 und 2 Prozent. Am stärksten sind die Wohnungsbauvorhaben (+ 19%) und die Projekte für industriell-gewerbliche Bauten (+ 15%) gestiegen, während die Vorhaben im öffentlichen Sektor eine Zuwachsrate aufweisen, die mit 8% lediglich halb so groß ist wie diejenige des gesamten privaten Bereichs. Dies ist insofern von Bedeutung, als die privaten Bauten praktisch ausschließlich auf den Hochbau entfallen, der wesentlich geringere nicht ausgelastete Kapazitätsreserven aufweist als der Tiefbau. Die starke Zunahme der Wohnbaubewilligungen in der zweiten Hälfte des letzten Jahres und der ebenfalls beträchtliche Anstieg der Baukredite, auf den zurückzukommen sein wird, bestätigen im übrigen die Ergebnisse dieser Erhebung. Bei den industriellen und gewerblichen Bauvorhaben fällt insbesondere die Konzentration auf Großprojekte auf, an denen namentlich Dienstleistungszweige und Unternehmen der Warenverteilung beteiligt sind. Daß bei Erweiterungsbauten offensichtlich Zurückhaltung geübt wird, ist angesichts des Personalmangels nicht verwunderlich.

Es kann nach alledem kein Zweifel mehr bestehen, daß der anhaltende Exportboom nun auch in dem für die Binnenkonjunktur so entscheidend wichtigen Bausektor «gezündet» hat. Noch wäre es allerdings verfrüht, von einem eigentlichen Bauboom zu sprechen. Es ist aber nicht auszuschließen, daß der sich abzeichnende Aufschwung in diesem Sektor, wenn er ungehindert fortschreitet, sich dazu auswachsen kann. Dabei ist immer im Auge zu behalten, und dies gilt nicht nur für das Baugewerbe, sondern für unsere Wirtschaft ganz allgemein, daß der verfügbare Spielraum für eine Steigerung der Produktionsleistung außerordentlich eng ist, viel enger als dies anfangs der sechziger Jahre der Fall war. Der Punkt, von dem an die Nachfrageexpansion von den Unternehmungen selbst mit äußerster Anstrengung nicht mehr befriedigt werden kann und sich daher ein Nachfrageüberhang mit wachsenden Lieferfristen und Preisauftriebstendenzen zu entwickeln beginnt, ist daher wesentlich rascher als in früheren Jahren erreicht. Tatsächlich werden aus der Industrie nebst fortschreitendem Lagerabbau steigende Auftragsvorräte und wachsende Lieferfristen gemeldet. Gleichzeitig läßt der Index der industriellen Produktion einen kräftigen Produktionszuwachs um 6,3% im dritten und um 8,2% im vierten Quartal 1968 erkennen.

Auch die zweite wichtige Komponente der Binnennachfrage, der private Konsum, der sich noch im vergangenen

Jahr bemerkenswert ruhig entwickelt hatte, läßt nunmehr deutliche Zeichen einer Belebung erkennen. So erreichte der Zuwachs der Detailhandelsumsätze im Verlaufe der ersten vier Monate dieses Jahres 6,2%, verglichen mit 3,2% in der gleichen Zeit des Vorjahres. In der gleichen Richtung weisen ferner, worauf bereits aufmerksam gemacht worden ist, die steigenden Konsumgüterimporte aus dem Ausland.

Weniger leicht ist es, sich ein Bild von der zu erwartenden Entwicklung der Nachfrage der öffentlichen Hand zu machen. Auf Grund der vorliegenden Angaben – etwa der bereits vorliegenden Budgets sowie der gemeldeten Bauvorhaben des öffentlichen Bereichs – dürften auch in diesem Sektor die Ansprüche an die Wirtschaft stärker als im letzten Jahr zunehmen. 1968 war die Zunahme der öffentlichen Ausgaben mit 2,5% nach Ausschaltung des Preisanstiegs ausgesprochen niedrig. Die hohen Rechnungsdefizite in den vorangegangenen Jahren und die steigenden Zinssätze am Kapitalmarkt gaben zweifellos Anlaß zu vermehrter Sparsamkeit und zu Zurückhaltung bei der Verschuldung. Die im Zeichen der Konjunkturbelebung wachsenden Steuereingänge und die daher ziemlich allgemein günstiger abschliessenden Rechnungen dürften erfahrungsgemäß von rascher zunehmenden Ausgaben gefolgt sein. Darüber hinaus ist nicht zu übersehen, daß zwischen dem Wachstum der privaten Nachfrage, insbesondere im Bereiche der Bauinvestitionen, und den öffentlichen Aufwendungen ein Zusammenhang besteht, erfordern doch beispielsweise die privaten Bauten entsprechende Erschließungsarbeiten und ergänzende Infrastrukturanlagen.

Dieser sich nunmehr deutlich abzeichnenden Beschleunigung der Ansprüche, die an die Leistungskraft unserer Wirtschaft gestellt werden, stehen ein Produktionsapparat und insbesondere ein Arbeitskräftepotential gegenüber, die eine nur noch sehr beschränkte Ausweitung erlauben. Im Unterschied etwa zur Bundesrepublik Deutschland oder zu Frankreich, die 1967 und teilweise noch bis zum Beginn des letzten Jahres eine eigentliche Rezession mit beträchtlicher Arbeitslosigkeit erlebten, hatte die Schweiz wohl eine Verlangsamung des Wachstumstempos, jedoch keine Rezession und keine Unterbeschäftigung zu verzeichnen. Die Wirtschaft unseres Landes trat daher im Gegensatz zu den erwähnten Ländern mit einem bereits weitgehend ausgelasteten Produktionsapparat und nur geringfügigen Arbeitskraftreserven in den internationalen Konjunkturaufschwung ein. Sie verfügte den neuen Auftriebskräften gegenüber daher über eine wesentlich geringere Anpassungs-elastizität.

Die wachsenden Anforderungen an die Wirtschaft, denen nur mit einer verstärkten Ausweitung der Produktionsleistungen entsprochen werden kann, kommen wohl am spürbarsten in der zunehmenden Verknappung des Arbeitsmarktes zum Ausdruck. Wie ein roter Faden ziehen sich durch die neuesten Lageberichte praktisch aller Wirtschaftszweige Klagen folgender Art: «Es ist praktisch unmöglich, das für die rechtzeitige Auslieferung notwendige zusätzliche Personal zu finden». «Es wird

zusehends schwieriger, das für die Aufrechterhaltung des Produktionsvolumens notwendige Personal zu rekrutieren». «Je länger, je deutlicher entwickelt sich das Personalproblem für viele, vor allem kleinere Betriebe unserer Branche, zu einer eigentlichen Existenzfrage». Diese Zitate könnten beliebig vermehrt werden. Wie angespannt die Situation am schweizerischen Arbeitsmarkt ist, geht plastischer noch aus den Ergebnissen einer Umfrage hervor, welche das Institut für Wirtschaftsforschung an der ETH durchführte. Die befragten Unternehmen schätzten im Dezember 1968 im Blick auf ihre Auftragsvorräte, daß ihr Arbeitskräftebestand im Durchschnitt um etwa 7% zu gering sei. Nach der seither weiter gestiegenen Nachfrage dürfte dieses Manko heute eher noch größer sein. In die gleiche Richtung weist auch die wieder rasch zunehmende Zahl der geleisteten Überstunden. Die Gefahr besteht, daß diese Anspannung am Arbeitsmarkt zu zunehmenden Abwerbungen, verbunden mit einer zusätzlichen Lohnsteigerung, führt. Dadurch würde der von der Übernachfrage nach Gütern ausgehende unmittelbare inflatorische Effekt auf die Preise noch durch einen Auftrieb der Lohnkosten ergänzt und verstärkt. Informationen aus der Wirtschaft vermitteln den Eindruck, daß Abwerbungen tatsächlich bereits in steigendem Maße festzustellen sind. Dabei besteht allerdings offenbar noch einige Zurückhaltung gegenüber größeren Lohn erhöhungen, weil in vielen Fällen angesichts der Preisverhältnisse an den Absatzmärkten, namentlich auch im Ausland, stärkere Lohnkostensteigerungen nicht tragbar sind. Die preisliche Wettbewerbssituation wirkt also bisher allem Anschein nach einem starken Lohnauftrieb entgegen. Dies würde sich aber zweifellos sehr rasch ändern, sobald einmal die Preise an den ausländischen wie an den inländischen Märkten deutlich in Bewegung geraten, und sich die Erwartung weiterer Preissteigerungen ausbreitet und in die Entscheidungen der Unternehmer einbezogen wird. Ein Umschwung im psychologischen Klima in dem Sinne, daß sich eine Inflationsmentalität in der Bevölkerung auszubreiten beginnt, dürfte daher auch die Entwicklung im Lohnsektor in stärkere Bewegung bringen.

Es erscheint daher von ausschlaggebender Bedeutung, eine derartige Wendung im Konjunkturklima zu verhindern, auf daß es nicht zu einem derartigen Durchbruch kommt.

Was die Preisentwicklung anbetrifft, so ist beim Index der Konsumentenpreise bisher eine nach wie vor mäßige Auftriebstendenz festzustellen. Die Überhöhung gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat betrug im April 2,4%, im Mai 2,6%. Der Konsumentenpreisindex widerspiegelt jedoch bekanntlich nicht die aktuelle Angebots- und Nachfragesituation am Markte, sondern folgt der Konjunktorentwicklung stets mit einer beträchtlichen Verzögerung. Dies gilt sowohl für den Konjunkturaufschwung als auch die Phase der Beruhigung, wie wir in den vergangenen Jahren feststellen konnten. Die Großhandelspreise, die wesentlich rascher auf die veränderte Konjunktursituation reagieren, sind im April nach einer längeren Phase der Stabilität ziemlich kräftig, nämlich um 2% gegenüber dem April 1968, angestiegen.

Diese Erhöhung war vornehmlich bedingt durch Preissteigerungen auf den Importwaren, was zum Teil durch den im November eingeführten Exportsteuerzuschlag in der Bundesrepublik bedingt gewesen sein dürfte. Aber auch die Inlandpreise haben bereits deutlich angezogen. Aus Testumfragen kann ferner festgestellt werden, daß namentlich bei den Industrieerzeugnissen seit dem vierten Quartal 1968 eine deutliche Preissteigerung im Gange ist. Schließlich sei in diesem Zusammenhang festgehalten, daß die Grundstückspreise, namentlich in den städtischen Agglomerationen, wieder kräftig in Bewegung gekommen sind. So erhöhte sich der Durchschnittspreis unbebauter Liegenschaften in der Stadt Zürich nach Rückgängen in den beiden Vorjahren 1968 sehr stark.

Auch auf dem Gebiete der Preisentwicklung ist somit eine gewisse, wenn auch noch sehr begrenzte Bewegung festzustellen, die ebenfalls eine Veränderung der Konjunkturlage anzeigt.

Zur Lage am Geld- und Kapitalmarkt

Am Geldmarkt ist seit Ende März eine leichte Entspannung eingetreten. Die Banken behielten im wesentlichen die Schweizerfranken, die sie sich auf Ende des ersten Quartals durch Abtretung von Dollars im Werte von rund 1 Milliarde Franken bei der Notenbank beschafft hatten. Ihre Giro Guthaben blieben daher in der Folge leicht über dem Vorjahresstand. Die Nationalbank hatte allerdings anlässlich der Aufwertungsspekulation um die D-Mark in geringfügigem Umfang Dollars an den Markt abzugeben. Die flüssigen Marktmittel verminderten sich dadurch im Ausmasse von 72 Millionen Franken.

Wenn die Banken trotz der noch weiter angestiegenen Zinssätze an den ausländischen Märkten in letzter Zeit offensichtlich darnach trachten, eine etwas höhere Kassenhaltung zu wahren, so geschieht dies, abgesehen von der Vorbereitung auf die beträchtlichen Überbrückungsbedürfnisse am Halbjahresultimo, zweifellos in erster Linie mit Rücksicht auf die sich abzeichnende Kreditentwicklung im Inlande. In diesem Bereich ist denn auch eine bemerkenswerte Beschleunigung festzustellen, eine Entwicklung, welche die bereits dargelegten mannigfachen Anzeichen einer zunehmenden Konjunkturerwärmung auch von der finanziellen Seite her eindrucklich bestätigt.

Ein Blick auf die Bilanzen der monatlich berichtenden Banken während der ersten vier Monate zeigt, daß das relative Wachstum der Bilanzsumme mit 5,7% annähernd gleich groß war wie im gleichen Zeitraum des Vorjahres (+ 6,5%). Wiederum hat auf der Passivseite der Zufluß ausländischer Gelder maßgeblich zu dieser kräftigen Ausweitung beigetragen. Gemäß der besonderen statistischen Erhebung über die Auslandspositionen der maßgeblichen Kreditinstitute sind deren Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland im ersten Viertel dieses Jahres um 2,2 Milliarden Franken (+ 7,7%) angestiegen, verglichen mit 1,9 Milliarden Franken (+ 8,3%) im entsprechenden Quartal des letzten Jahres. Von Interesse ist indessen

vor allem die Bewegung, die auf der Aktivseite der Bankbilanzen festzustellen ist. Hier fällt auf, daß die Debitoren, und zwar sowohl die Kontokorrentdebitoren als auch die festen Vorschüsse und Darlehen, einen gegenüber dem Vorjahr ganz erheblich stärkeren Zuwachs erfahren haben. Die gesamten Debitoren nahmen während der ersten vier Monate 1969 um 1629 Millionen Franken oder rund 5% zu, während sie in der gleichen Periode des letzten Jahres lediglich um 743 Millionen Franken (2,5%) angestiegen waren. Die beschleunigte Ausdehnung dieser Bilanzposition wie auch jener der Wechsel deutet darauf hin, daß nunmehr die Kreditgewährung der Banken an die inländische Kundschaft rascher zu wachsen begonnen hat. Daß dies tatsächlich der Fall ist, geht aus den zusätzlichen Angaben über die Entwicklung der inländischen Kredite der Banken hervor, die wir dank der inzwischen ausgebauten Statistik heute wesentlich besser und vollständiger überblicken können als anfangs der sechziger Jahre. Sie lassen von Ende des letzten Jahres an ein Monat für Monat zunehmendes Ansteigen des eingeräumten Kreditvolumens für Verwendungen im Inland erkennen. Während im vergangenen Jahr die Zuwachsraten gegenüber dem jeweiligen Vorjahresmonat sich zwischen 7 und 8% bewegte, ist sie in den ersten vier Monaten des laufenden Jahres auf 8, 9 und 10% angestiegen. Die wachsende Kreditausweitung zeigt sich insbesondere bei den Debitoren und den Wechseln. Wie dies auf Grund der besonderen Art ihrer Aktivität nicht anders zu erwarten ist, tritt sie am stärksten bei den Großbanken in Erscheinung, bei denen die monatlichen Zuwachsraten, nach Sätzen zwischen 8 und 10% im vergangenen Jahr, in den ersten Monaten 1969 auf 11, 12 und schließlich 15% angestiegen sind.

Gewiß ist die Kreditausweitung bei den Großbanken noch keineswegs so spektakulär wie jene, die wir während des letzten Konjunkturaufschwunges zu verzeichnen hatten, als in einzelnen Fällen Zunahmen um 25 bis 30% auftraten. Dazu ist jedoch festzustellen, daß einmal ja auch die realen Wachstumsmöglichkeiten unserer Wirtschaft ganz erheblich geringer sind als damals und daß ferner jene Kreditexpansion eindeutig übersetzt und daher stark inflatorisch war, eine Entwicklung, deren Wiederholung unter allen Umständen vermieden werden soll.

Einen noch deutlicheren Hinweis auf die Expansions-tendenzen, die im Kreditbereich im Gange sind, und zugleich eine Bestätigung der starken Zunahme der Bauvorhaben, ergibt sich aus den Erhebungen über die von den Banken bewilligten Baukredite. Diese Kreditbewilligungen schlagen sich erst nach geraumer Zeit, nämlich wenn sie beansprucht werden, in den Bankbilanzen nieder. Der Umfang der von den Großbanken bewilligten Baukredite, der sich nach einer sprunghaften Zunahme in den Jahren 1959 bis 1962 bis 1967 auf gleicher Höhe (rund 2,4 Milliarden Franken) gehalten hatte, nahm im vergangenen Jahr plötzlich um 10% zu. Da die effektive Kreditbeanspruchung 1968 sich auf der Höhe der Vorjahre (rund 1,2 Milliarden Franken) hielt, stieg der Umfang der offenen, noch nicht beanspruchten Baukredite ganz beträchtlich, nämlich um 28% an. Die gleiche Entwicklung

ist auch bei den Kantonalbanken festzustellen. Dort nahmen die offenen Baukreditlimiten um 18% zu. Ein Blick auf den zeitlichen Verlauf der erteilten Kreditbewilligungen zeigt, daß die starke Zunahme in der zweiten Hälfte des letzten Jahres einsetzte und im ersten Viertel des laufenden Jahres weiter ging. Bei den Großbanken beispielsweise nahmen sie im 3. Quartal 1968 um 29%, im 4. um 53% und im 1. Quartal 1969 um 58% zu. Aus der Aufgliederung nach Verwendungsarten geht hervor, daß die Kreditausweitung hauptsächlich auf den Wohnungsbau entfällt, was wiederum die Ergebnisse der Bauvorhabenstatistik bestätigt.

Mit der allgemeinen Beschleunigung der wirtschaftlichen Aktivität in unserem Lande hat somit auch die inländische Kreditnachfrage kräftig zugenommen. Insbesondere ist bei den Baukrediten bereits eine Ausweitung eingetreten, die Beachtung verdient.

Die hohen Zinssätze für Anleihsenemissionen im Ausland, namentlich am Eurobondmarkt und in der Bundesrepublik, bewirkten am *Kapitalmarkt* vorübergehend einige Zurückhaltung gegenüber ausländischen Schweizerfrankenleihen. Die Banken suchten dieser Entwicklung dadurch Rechnung zu tragen, daß sie das Emissionsprogramm für ausländische Anleihen etwas erstreckten. Die inländischen Titel wurden von dieser Bewegung nicht berührt. Neuemissionen, die sowohl bei Anleihsenobligationen als auch Aktien ein bedeutendes Ausmaß erreichten, wurden stets gut gezeichnet. Namentlich in letzter Zeit erwies sich der Markt als für inländische Titel sehr aufnahmefähig. Die Rendite sowohl der Bundesanleihen wie der kantonalen Obligationen ist infolgedessen leicht zurückgegangen. Im Hypothekargeschäft ist dank des anhaltend starken Mittelzuflusses aus Spargeldern ein vermehrter Wettbewerb unter den Geldgebern festzustellen.

Schlußbemerkungen

Die skizzierten Tendenzen der derzeitigen Wirtschaftsentwicklung im In- und Ausland vermitteln ein sehr eindeutiges Bild. Der konjunkturelle Aufschwung im Ausland hält an. Dies gilt namentlich für unsere Nachbarländer und unsere wichtigsten Wirtschaftspartner. Wenn sich auch in den Vereinigten Staaten erste Zeichen einer allmählichen Expansionsabschwächung zeigen, so kann doch in der Schweiz für die nächste Zeit mit einem deutlichen Nachlassen der vom Ausland ausgehenden Auftriebskräfte nicht gerechnet werden. Die vorliegenden Indikatoren, wie etwa Auftragseingang und Auftragsbestände, weisen darauf hin, daß der Nachfragesog, der von den Exporten auf unsere Wirtschaft ausgeht, im wesentlichen auch in den kommenden Monaten fort-dauern wird. Der nunmehr bereits seit mehr als einem Jahr unvermindert anhaltende Exportaufschwung, der stärker ist als jener zu Beginn des letzten Konjunkturaufschwunges anfangs der sechziger Jahre, hat nun nach einer gewissen «Inkubationszeit» eindeutig auch in der Binnenwirtschaft Auftriebstendenzen ausgelöst. Insbesondere zeichnet sich eine starke Zunahme der Bau-

investitionen, namentlich im Wohnungsbau und im industriell-gewerblichen Bereich, ab. Sowohl die gemeldeten Bauvorhaben wie insbesondere auch die Entwicklung der Kreditbeanspruchung lassen befürchten, daß sich ein neuer Bauboom entwickeln könnte, der bald einmal an die Grenzen der verfügbaren Kapazitäten stossen müßte. Desgleichen dürfte auch die Produktionssteigerung in der Industrie und im übrigen Gewerbe bald einmal mit dem weiterhin hohen Zuwachs der Exportnachfrage und der sich spürbar belebenden Inlandnachfrage nicht mehr Schritt zu halten vermögen. Deutliches Zeichen der zunehmenden Spannung zwischen der Leistungsfähigkeit unserer Wirtschaft und den an sie gestellten Anforderungen bildet der allgemein konstatierte Mangel an Arbeitskräften. Nachdem in letzter Zeit eine sichtliche Beruhigung der Lohn- und Preisbewegung eingetreten war, beginnt sich damit die Gefahr eines beschleunigten Anstieges von Löhnen und Preisen abzuzeichnen. Wir sind daher zweifellos an einem Punkt unserer Konjunkturlage angelangt, wo Schritte angezeigt erscheinen, um einer weiteren Übersteigerung der Auftriebskräfte entgegen zu wirken.

II

Einige Schlußfolgerungen aus der Analyse der derzeitigen Konjunkturlage für die Wirtschaftspolitik

Allgemeines

Der konjunkturelle Aufschwung hat im laufenden Jahre praktisch alle Industrieländer erfaßt.

Die meisten der verfügbaren Indikatoren lassen vermuten, daß mindestens in Europa die Güternachfrage zunehmend stärker wächst als die Angebotskapazität, und sich daher in vielen Sektoren der Preiskampf vermindern wird.

Der teilweise bereits jetzt schon vorhandene Nachfrageüberhang erklärt, warum die deutschen Exporteure die preislichen Folgen der fiskalischen D-Mark-Aufwertung von 4% bei den meisten neuen Verkaufsabschlüssen auf die Abnehmer abwälzen konnten, ohne daß der von der Bundesregierung angestrebte Rückgang der Nachfrage nach deutschen Produkten eingetreten wäre. Die künstliche Verteuerung deutscher Produkte für das Ausland erleichterte es anderen Produzenten, ihre Preise für neue Bestellungen zu heben. Bei sich international ausweitendem Nachfrageüberhang dürfte daher die Währungsaufwertung eines wichtigen und konkurrenzstarken Industrielandes dazu beitragen, die sich ohnehin schon entwickelnde internationale Preishausse in vielen Sektoren eher noch zu beschleunigen. Die ausländischen, das heißt nicht-deutschen Produzenten entwickeln dank den fast sprunghaft verbesserten Ertragsaussichten eine vermehrte Nachfrage nach Arbeitskräften und Investitionsgütern. Dies verstärkt in den betreffenden Ländern

den Konjunkturaufschwung bzw. den Nachfrageüberhang und den Preisauftrieb und vermehrt zugleich auch die Nachfrage nach Gütern des Landes, das die Aufwertung vollzogen hat.

Der in den letzten Monaten gegenüber früher noch verstärkte Eingang von Exportorders in der Bundesrepublik scheint die Richtigkeit dieser Überlegungen zu beweisen.

Zudem ist der beschleunigte Preisauftrieb für ausländische Industriegüter geeignet, die von der Aufwertung erhoffte Importverbilligung mindestens teilweise illusorisch zu machen.

Eine zur Verteidigung der Preisstabilität vorgenommene relativ bescheidene Aufwertung kann bei international wachsendem Nachfrageüberhang leicht «self defeating» werden. Es ist also entgegen der offenbar weitherum vorherrschenden Ansicht alles andere als sicher, daß eine stabilitätspolitisch motivierte Aufwertung die in sie gesetzte Hoffnung erfüllt hätte. Es sei denn, sie wäre derart wirksam, daß sie das internationale Konjunkturklima ganz allgemein abzukühlen vermöchte. Dagegen ist zu befürchten, daß sie in anderen konkurrenzstarken Ländern eher den im Gang befindlichen Preisauftrieb beschleunigen und die Inflationsbekämpfung erschweren würde.

Die Befürworter einer isolierten deutschen Aufwertung scheinen den unter den heutigen Verhältnissen zu erwartenden Rückstrahlungseffekt aus dem Ausland unterschätzt zu haben.

Dieser würde wahrscheinlich nur dann wesentlich vermindert, wenn eine ganze Gruppe von Ländern gleichzeitig aufwerten und damit den internationalen Konjunkturauftrieb selbst wesentlich dämpfen würde.

Wer diese Überlegungen noch etwas weiter vertieft, wird wohl auch zugeben müssen, daß mit dem Schlagwort der importierten Inflation und ihrer wirksamen Abwehr durch eine isolierte Aufwertung etwas vorsichtiger umgegangen werden sollte, indem auch der geschilderte Rückstrahlungseffekt vermehrt in Rechnung gestellt wird.

Eine zusätzliche deutsche Aufwertung hätte den gegenwärtigen konjunkturellen Auftrieb auch in der Schweiz beschleunigt und intensiviert und die Erfolgsaussichten einer Inflationsbekämpfung vermindert. Wir haben daher den kürzlichen Beschluß der deutschen Bundesregierung, weder indirekt noch direkt weiter aufzuwerten, mit Erleichterung zur Kenntnis genommen und können nur hoffen, daß auch die durch einen Teil unserer Presse propagierten Zweifel am Willen der deutschen Regierung, an diesem Beschluß festzuhalten, nachlassen.

Die angestellten Überlegungen dürften einmal mehr gezeigt haben, daß eine relative Preisstabilität und ein inflationsfreieres Wachstum nur dann mit Aussicht auf Erfolg angestrebt werden können, wenn alle von einem übermäßigen Auftrieb erfaßten Länder einen wesentlichen Beitrag zu dessen Dämpfung leisten. Dies ist um so

schwieriger, je später die Bemühungen einsetzen und je stärker die Inflationsmentalität bereits um sich gegriffen hat.

Es ist nicht zu verkennen, daß Aufwertungsspekulationen, die sich während einer längeren Periode vorbereiten lassen, einen Umfang annehmen können, der schwerwiegende Probleme schafft. Da sich in wesentlichem Umfang Mittel des Eurogeldmarktes für Aufwertungsspekulationen einsetzen lassen, können diese ein weit größeres Ausmaß annehmen als Abwertungsspekulationen.

Solch umfangreiche Geldverschiebungen schaffen nicht nur Probleme in den Ländern, denen diese Mittel zufließen, sondern auch in solchen, aus denen sie in großem Umfang abfließen. Es ist deshalb kein Zufall, daß in letzter Zeit Aufwertungsspekulationen stets von Abwertungsspekulationen begleitet waren. Der große Eurogeldmarkt wirkt nur so lange konstruktiv und stabilisierend, als das Vertrauen in die Wechselkursstabilität überwiegt. Gerät dieses Vertrauen ins Schwanken, dann kann dieser Markt zu einem Störungsfaktor erster Ordnung werden, von dem trotz aller Notenbankkooperation auch der Güterbereich nicht verschont bleibt.

Vom Standpunkt der monetären und konjunkturellen Entwicklung aus wäre es dringend erwünscht, daß die in den USA ergriffenen fiskalischen und monetären Restriktionsmaßnahmen möglichst bald ihre volle Wirkung entfalten. Manche Spannung würde dadurch sukzessive gelockert. Es sind Anzeichen dafür vorhanden, daß der Nachfrageüberhang in der zweiten Hälfte des Jahres nachläßt. Allerdings ist zweifelhaft, ob sich eine konjunkturelle Beruhigung in den USA unmittelbar auf Europa übertragen würde. Zwar würden sich die amerikanischen Importe aus Europa verringern. Aber der Kostenauftrieb in den USA könnte noch einige Zeit weiter wirken und die amerikanischen Produzenten daran hindern, den Preiswettbewerb in Europa zu beleben.

Zweifellos würde sich die amerikanische Nachfrage nach Euromarktmitteln rasch vermindern. Das Zinsniveau auf den Euromärkten würde sinken. Dies könnte dazu beitragen, während einer gewissen Zeit die Investitionstätigkeit in Europa zusätzlich zu beleben, um so mehr als billigere Euromarktgelder die Umgehung der in Europa ergriffenen monetären Bremsmaßnahmen erleichtern würden.

Angesichts dessen ist es notwendig, daß die europäischen Länder auch ihrerseits der Neigung zur übermäßigen Zunahme der Nachfrage begegnen.

Zur Lage in der Schweiz

Die Schweiz nähert sich ebenfalls sehr rasch einer von außen an sie herangetragenen konjunkturellen Überhitzung. Ihre heutige Konkurrenzfähigkeit ist recht befriedigend. Es wäre aber verfehlt, zu glauben, daß dies

allein schon dank individueller wirtschaftlicher Tüchtigkeit und dem traditionellen Sinn für Maß und Proportion immer so bleiben werde. Ungünstige gesamtwirtschaftliche Konstellationen können sich als schwere Belastungen auswirken. Es ist insbesondere daran zu erinnern, daß unsere Wirtschaft von der letzten Expansionsphase her noch mit Hypotheken belastet ist, die im Verlaufe einer neuen Überhitzung zu im internationalen Vergleich überdurchschnittlich steigenden Kosten führen könnten.

Im Vordergrund steht der große Mangel an Arbeitskräften, der auch während der Periode der wirtschaftlichen Stagnation anhielt und damals schon die optimale Ausnützung des vorhandenen Sachkapitals beeinträchtigte. Wir werden in eine neue Überhitzung eintreten mit dem kosteninflationfördernden Gegensatz zwischen strukturellem «Defizit» an Arbeitskräften und reichlichem Angebotspotential an Krediten und Geldkapital.

Je stärker die sich ankündigende Überhitzung durch steigende internationale Preise stimuliert würde, ein um so intensiverer Wettbewerb um die zu knappen Arbeitskräfte und eine um so stärkere Lohnhause wären zu erwarten.

Steigende Lohnkosten würden die Neigung zu Rationalisierungsinvestitionen fördern. Dies dürfte jedoch vorerst die Nachfrage nach Arbeitskräften zusätzlich verstärken. Soweit die Abwerbungen zu einer Verlagerung des Wohnortes von Arbeitskräften führte, würde sich auch der ohnehin rascher wachsende Bedarf an Wohnraum und Infrastruktur noch zusätzlich erhöhen.

Als Folge der Lohnhause würde das Einkommensvolumen zunehmen. Zur starken Exportnachfrage träte eine voraussichtlich noch rascher wachsende Inlandnachfrage. Da bei steigenden Einkommen die Nachfrage nach mehr und modernerem Wohnraum und der dazu gehörigen Infrastruktur sowie nach Dienstleistungen überproportional wüchse, wäre eine weitere wesentliche Intensivierung der Nachfrage nach Arbeitskräften zu erwarten.

Bei im internationalen Vergleich überdurchschnittlich steigenden Kosten würde die Expansion der Exportwirtschaft nach einiger Zeit durch die internationale Preiskonkurrenz begrenzt. Die von ihr ausgehenden Auftriebskräfte würden alsdann nachlassen. Dies würde aber die Überhitzung und den Kostenauftrieb noch nicht sofort zum Erliegen bringen, denn die von den gestiegenen Masseneinkommen ausgehende Nachfragesteigerung könnte noch während einer gewissen Zeit weiter wirken. Ein Großteil des inländorientierten Wirtschaftsbereiches steht nicht in direktem Preiswettbewerb mit dem Ausland. Die von ihm ausgehenden Überhitzungsimpulse wären in der Lage, das Kostenniveau länger und stärker in die Höhe zu treiben als jene des Exportsektors. Daraus ergäbe sich die Gefahr, daß unsere internationale Konkurrenzfähigkeit empfindlich geschwächt und unsere Rezessionsanfälligkeit erhöht würden. Eine solche Entwicklung würde wahrscheinlich auch unser sehr einträgliches internationales Finanzprestige schwächen.

Sicherlich nähme der Expansionsboom kein so großes Volumen an wie anfangs der sechziger Jahre. Damals gab ihm der große Zustrom von Fremdarbeitern und der damit verbundene extreme Investitionsbedarf eine sich kaum wiederholende Schwungkraft. Dagegen dürfte die Lohn- und Kostenhaushalte von allem Anfang an steiler verlaufen.

Dieses zugegebenermaßen äußerst vereinfachende und die Risiken besonders hervorstreichende Zukunftsbild zeigt immerhin, daß die stärksten Gefahren dann auftreten, wenn der inländische Wirtschaftsbereich von einem übermäßigen Boom ergriffen wird, denn die bei einer überdurchschnittlichen Kostensteigerung vom Ausland her kommenden Dämpfungseinflüsse erreichen ihn voraussichtlich weit später als die Exportwirtschaft. Es ist daher besonders darauf zu achten, daß die inneren Auftriebskräfte nicht nachhaltig überborden können.

Man muß sich dabei bewußt sein, daß die heute zur konjunkturellen Dämpfung zur Verfügung stehenden Mittel beschränkt sind. Im Vordergrund steht immer noch die Erschwerung der Geld- und Kapitalbeschaffung. Sie bedarf aber der Ergänzung durch andere Maßnahmen, insbesondere durch eine vom öffentlichen Haushalt ausgehende Verminderung des Nachfragewachstums.

Wann soll mit der Nachfragedämpfung begonnen werden?

Solange der zusätzliche Finanzbedarf aus laufenden inländischen Ersparnissen gedeckt werden kann, wird stark vereinfachend angenommen, daß noch keine Überhitzung eingetreten sei.

Im Geldsektor selbst ist es nicht leicht, den Moment der Überschreitung der kritischen Schwelle mit Bestimmtheit zu erkennen, denn es vermengen sich Ersparnisse und Geldschöpfung, laufende Ersparnisse und frühere, im Ausland angelegte Ersparnisse, die repatriert werden, Kapitalangebot aus inländischer und ausländischer Quelle usw. Man ist deshalb für eine rechtzeitige Diagnose auch auf Indikatoren aus anderen Bereichen angewiesen. Ein deutliches Anzeichen für eine drohende oder schon eingetretene Überhitzung liegt dann vor, wenn bei bereits vorhandener Vollbeschäftigung in immer mehr Sektoren die Nachfrage stärker wächst als die Produktionskapazität, oder wenn bei einem ausgesprochenen Mangel an Arbeitskräften neben der Exportnachfrage auch die inländische Konsum- und Investitionsnachfrage rasch ansteigt. Man schätzt heute die reale Wachstumskapazität der inländischen Produktion auf 3–4% pro Jahr. Gegenwärtig läßt sich ein stärkeres Wachstum sowohl der Export- als auch der Investitions- und Konsumnachfrage erkennen.

Die gegenüber früher stärkere Inflationsanfälligkeit erheischt, daß der Neigung zu übermäßigem Wachstum der Nachfrage frühzeitiger entgegengetreten wird. Dies ist aber auch deshalb notwendig, weil unsere Bremsmittel umso weniger wirken, je schwungkräftiger die Inflation bereits geworden ist und bei ungehinderter Ent-

faltung der Expansivkräfte mit der Zeit regionale Entwicklungsunterschiede auftreten könnten, die spät einsetzende Dämpfungsbemühungen politisch und wirtschaftlich erschweren.

Erste Vorschläge, die durch Maßnahmen im monetären Sektor einer ungehemmten Nachfragesteigerung entgegenwirken sollen, sind von uns ausgearbeitet worden. Das Datum des Beginns der Besprechungen mit den Banken ist festgesetzt. Die Verhandlungen selbst werden erfahrungsgemäß einige Zeit in Anspruch nehmen. Unter dessen dürfte sich das Bild von der weiteren konjunkturellen Entwicklung noch verdeutlichen.

Unter den sich abzeichnenden Verhältnissen wird sich mit den zur Verfügung stehenden autonomen Mitteln die gegenwärtige relative Preisstabilität kaum aufrecht erhalten lassen. Aussichtsreicher erscheint die Verteidigung der kostenmäßigen Konkurrenzfähigkeit.

Ein übermäßiges Wachstum der Nachfrage wird nur bei einer außerordentlichen Ausweitung des Kredit- bzw. Geldvolumens voll marktwirksam werden können.

In dem der Konjunktorentwicklung gewidmeten ersten Teil des Exposé ist bereits auf die deutliche Kreditexpansion insbesondere bei den Großbanken hingewiesen worden.

An dieser Ausweitung ist auch die zunehmende Exporttätigkeit beteiligt, denn sie bedingt einen vermehrten Finanzeinsatz für Löhne, Ausgangs- und Hilfsmaterialien und die Kreditgewährung an die Abnehmer. Auch die Exportwirtschaft ist daher von einem gewissen Moment an für das weitere Wachstum auf zusätzliche Kreditgewährung angewiesen, wobei allerdings beträchtliche branchenmäßige Unterschiede bestehen.

Es trifft also, entgegen der oft gehörten Behauptung, nicht zu, daß die Exportwirtschaft gegen Kreditrestriktionen völlig immun sei. Allerdings greift die in der Schweiz praktizierte Beschränkung immer erst bei einem übermäßigen Kreditzuwachs ein, und dieser entwickelt sich dann, wenn die Investitionen wesentlich zunehmen. Deshalb können die von der Exportausweitung ausgehenden Auftriebskräfte in der Regel erst dann von der monetären Seite her behindert werden, wenn sie bereits die Investitionen angekurbelt haben.

Dann aber beginnt auch die Phase der sich selbst beschleunigenden Expansion im inländischen Bereich, der im Gegensatz zum Exportsektor durch die Kostensteigerung vorerst mehr stimuliert als gebremst wird.

Gerade auf diese Entwicklung wirkt die Erschwerung des Zuganges zur Kredit- und Geldschöpfung dämpfend. In diesem Stadium wird dann auch die Investitionsneigung der Exportwirtschaft gebremst.

Die monetären Bremsmaßnahmen müssen im Inlandbereich u.a. den fehlenden Dämpfungseinfluß geringerer ausländischer Preissteigerung ersetzen.