

An der Sitzung des Bankrates der Schweizerischen Nationalbank vom 12. September 1969 hat Dr. E. Stopper, Präsident des Direktoriums, folgendes ausgeführt:

I

Wirtschafts- und Valutalage

Die weltwirtschaftlichen Entwicklungstendenzen

Die Weltwirtschaft steht nach wie vor unter dem Einfluß starker konjunktureller Auftriebskräfte. Der Wachstumsrhythmus hat sich in letzter Zeit allerdings, gemessen am realen Sozialprodukt, etwas verlangsamt, aber nicht so sehr, weil sich die Nachfrage abgeschwächt hätte, sondern weil sie allenthalben immer stärker an die Grenzen der verfügbaren Kapazitäten anzustoßen beginnt. Die Zunahme des realen Bruttosozialproduktes dürfte nach den vorliegenden Schätzungen im Bereiche der OECD von rund 6% in der zweiten Hälfte letzten Jahres auf gegen 5% im ersten und etwa 3½% im zweiten Semester 1969 zurückgehen. Die Dämpfungsmaßnahmen, die seit geraumer Zeit in den Vereinigten Staaten und Großbritannien sowie seit einigen Monaten auch in einer Reihe von kontinentaleuropäischen Ländern getroffen worden sind, haben noch keine entscheidende Wendung herbeigeführt. Der inflationäre Auftrieb von Kosten und Preisen, der weltweit in Gang gekommen ist, hat sich eher noch verstärkt. Die Eindämmung dieser Inflationstendenzen bildet in den Industrieländern zurzeit zweifellos eines der vordringlichsten und zentralsten Probleme der Wirtschaftspolitik.

Für die kommenden Monate scheinen sich leicht gegensätzliche Tendenzen abzuzeichnen. In den Vereinigten Staaten waren in letzter Zeit gewisse Anzeichen eines Umschwunges im psychologischen Klima festzustellen, die sich möglicherweise verstärken könnten. Dagegen lassen die maßgeblichen Wirtschaftsindikatoren noch kein eindeutiges Nachlassen der inflatorischen Auftriebsimpulse erkennen. In Großbritannien scheinen die von der Regierung getroffenen Maßnahmen den Aufschwung deutlich eingedämmt zu haben. Allerdings deuten gewisse Kennzahlen in jüngster Zeit bereits wieder auf eine leichte Belebung der Nachfrage hin. Die Abwertung Frankreichs, die durch ein umfassendes Programm zur Erzielung eines besseren wirtschaftlichen Gleichgewichts ergänzt werden soll, läßt eine Verlangsamung der französischen Importnachfrage erwarten. Diesen Tendenzen einer möglichen Abschwächung der internationalen Nachfrage stehen die weiterhin starken Expansionskräfte gegenüber, die in der Bundesrepublik Deutschland, in Italien und in Japan vorherrschen und die unvermindert

auch auf die kleineren Industrieländer Europas ausstrahlen. Angesichts dieser Perspektiven ist kaum damit zu rechnen, daß die von der Auslandsnachfrage ausgehenden Auftriebsimpulse bereits in den nächsten Monaten nachlassen und zu einem entscheidenden Wandel im konjunkturellen Klima unseres Landes führen werden.

Die Wirtschaftslage in den *Vereinigten Staaten* hat sich in den letzten Monaten nur wenig geändert. Die von den Behörden im Bereiche der Fiskal- und insbesondere der Geld- und Kreditpolitik ergriffenen Bremsmaßnahmen haben die von einer ausgesprochenen Inflationsmentalität getragene Nachfrageexpansion noch immer nicht spürbar einzudämmen vermocht. Trotz der ungewöhnlichen Anspannung am Geld- und Kapitalmarkt und des daraus resultierenden starken Zinsanstieges hat sich die Investitionstätigkeit bisher nur unwesentlich verringert. Die industrielle Produktion ist auch im Juni und Juli in nur wenig vermindertem Rhythmus (+ 5,5% gegenüber Vorjahresmonat, verglichen mit 6,4% im gleichen Zeitraum 1968) angestiegen. Insbesondere die Automobilindustrie weist wieder einen kräftigen Produktionsanstieg auf. Einzig die Wohnbautätigkeit, die bekanntlich auf eine Kreditverteuerung am ehesten reagiert, hat sich in den vergangenen Monaten spürbar abgeschwächt. Die Expansion der Konsumausgaben scheint sich, nach der Entwicklung der Einzelhandelsumsätze zu schließen, ebenfalls etwas verflacht zu haben. Ob dieser Trend angesichts der fortdauernden Lohnhausse anhält, bleibt allerdings abzuwarten. Erstaunlich ist in diesem Zusammenhang, in welchem Ausmaß in den vergangenen Monaten die Beanspruchung von Konsumkrediten zugenommen hat. Die wachsende Kreditaufnahme für konsumtive Zwecke dürfte wohl weitgehend erklären, weshalb die steuerpolitischen Maßnahmen bisher eine so geringe Wirkung auf die Nachfrage der privaten Haushalte zeitigten. Nur mit beträchtlicher Mühe vermochte die Administration eine Verlängerung des Steuerzuschlages in der Höhe von 10% bis Ende dieses Jahres durchzusetzen. Die Aussichten, daß dieser Zuschlag noch weiter verlängert wird, scheinen im Moment nicht besonders günstig zu sein. Der Kosten- und Preisanstieg hat sich weiter beschleunigt. Die Überhöhung des Konsumentenpreisindex gegenüber dem Vorjahresmonat erreichte im Juli rund 6%. Eine Abschwächung des Preisauftriebes zeichnet sich vorerst noch nicht ab. Es wird sich in Bälde weisen, ob die von der neuen Administration befolgte Politik gradueller, jedoch anhaltender Dämpfung ausreicht, um die inflatorische Entwicklung zu meistern.

In *Großbritannien* war in der ersten Jahreshälfte eine merkliche Abkühlung des Konjunkturklimas festzustellen. Die Wirtschaft hat in dieser Zeit praktisch stagniert. Produktionsindex und Bruttosozialprodukt zeigten nur eine minime Zunahme. Die Investitionstätigkeit blieb schwach. Die Zahl der Arbeitslosen ist im Juni auf 577 000 angestiegen, wobei in der gleichen Zeit auch die

Zahl der offenen Stellen zurückging. Trotz dieser Konjunkturverflachung hat sich der Preisaufrtrieb bisher nur geringfügig vermindert. Der Konsumentenpreisindex wies im 2. Quartal 1969 einen Anstieg gegenüber dem Vorjahr um 5,4% auf (1. Quartal 6,2%), was zum Teil durch die vor bald zwei Jahren erfolgte Abwertung sowie die erhöhten Verbrauchssteuern bedingt war. Im Juli waren Anzeichen festzustellen, die eine leichte Belebung der Konjunktur in den kommenden Monaten anzukünden scheinen. Die britischen Behörden sind weiterhin bestrebt, durch Erzielung eines Einnahmenüberschusses im Staatshaushalt und Eindämmung der Bankkredite eine spürbare Dämpfung der inländischen Nachfrage herbeizuführen mit dem Ziel, Raum für vermehrte Exporte zu schaffen und die nach wie vor hohen Importe zu kürzen. Die Bemühungen, die häufigen Arbeitsniederlegungen einer gewissen Kontrolle zu unterstellen, sind hingegen praktisch aufgegeben worden.

In der *französischen* Wirtschaft traten in den vergangenen Monaten Zeichen zunehmender Anspannung auf. Die Investitionstätigkeit nahm im laufenden Jahr gleichzeitig mit den Konsumausgaben der Bevölkerung kräftig zu. Die Arbeitslosen, deren Zahl noch im vergangenen Jahr rund eine halbe Million erreichte, sind weitgehend absorbiert worden. Die Wirtschaft ist im wesentlichen bis an die Grenzen ihrer Kapazität ausgelastet. Der Nachfrageüberhang hat zu einem rascheren Anwachsen der Importe geführt, verstärkt offenbar noch durch das latente Mißtrauen der Bevölkerung gegenüber der eigenen Währung. Wohl auch mit Rücksicht auf diese Entwicklung schritt die französische Regierung am 8. August zur Abwertung des Frankens um 11,11%. Diese Währungskorrektur soll nach Ankündigung des Wirtschaftsministers durch ein umfassendes Stabilisierungsprogramm ergänzt werden. Dieses ist dazu bestimmt, die Entwicklung der Nachfrage in Einklang mit den realen Wachstumsmöglichkeiten zu bringen. Es wird die bereits seit dem November letzten Jahres verschärften kreditpolitischen Einschränkungen ergänzen. Die Einzelheiten des neuen wirtschaftspolitischen Programms werden derzeit von der Regierung ausgearbeitet. Inzwischen wurde bis Mitte September ein Preisstopp verfügt. Er soll verhindern, daß die Abwertung zum Anlaß beschleunigter Preiserhöhungen genommen wird. Die Neigung zu Preiserhöhungen ist in einer Phase konjunktureller Überhitzung, wie sie derzeit in Frankreich herrscht, zweifellos nicht gering. Die Abwertung bewirkte ferner, daß Frankreich vorübergehend aus dem Preisgefüge des gemeinsamen Agrarmarktes der EWG auszuscheiden hatte. Die Regierung hat bereits die Preise einzelner landwirtschaftlicher Erzeugnisse erhöht. Der Erfolg der französischen Konjunkturdämpfungspolitik dürfte in hohem Maße vom Ausgang der in diesem Herbst bevorstehenden Lohnverhandlungen abhängen.

Der Konjunkturaufschwung in der *Bundesrepublik Deutschland* hält unvermindert an. Scheinbare Anzeichen einer Abschwächung der Nachfrage haben sich bisher nicht bestätigt. Die Zuwachsrate des realen Bruttosozialproduktes, die im vergangenen Jahr 6,7% betrug, dürfte

1969 wiederum über 6% erreichen. Die verfügbaren Produktionskapazitäten sind voll ausgelastet und vermögen der wachsenden Nachfrage nicht zu genügen. Der Auftragsvorrat der deutschen Industrie ist höher als während des Booms von 1960. Insbesondere macht sich ein zunehmender Mangel an Arbeitskräften bemerkbar. Die deutsche Wirtschaft nimmt in rasch steigender Zahl ausländische Arbeitskräfte in Anspruch. Neben dem anhaltenden Wachstum der Exportnachfrage (Zunahme der Exporte im Juni 1969 gegenüber dem Vorjahresmonat 32%), weist insbesondere auch die inländische Nachfrage nach Konsumgütern einen rasch ansteigenden Trend auf. Die Investitionstätigkeit scheint sich in letzter Zeit etwas verlangsamt zu haben, doch ist noch ungewiß, ob dies nur eine vorübergehende Erscheinung ist. Die Preise der industriellen Produkte lassen eine deutliche Steigerung erkennen, während der Konsumentenpreisindex im Juni mit 2,7% gegenüber dem Vorjahr bisher noch keine wesentliche Erhöhung zeigte. Es wird allerdings erwartet, daß sich der Preisaufrtrieb gegen das Jahresende hin beschleunigen wird, denn es stehen im kommenden Herbst bedeutende Tarifverhandlungen zwischen den Sozialpartnern bevor, die zu erheblichen Lohnerhöhungen führen dürften. In der Metallindustrie sind die Lohnsätze bereits um 8% erhöht worden. Die Behörden haben verschiedene Maßnahmen ergriffen, um den inländischen Auftriebskräften entgegenzuwirken. Die Bundesregierung hat insbesondere Ausgabenkürzungen in ihrem Budget, vorzeitige Schuldentrückzahlungen aus den laufenden Steuereinnahmen sowie die Verlängerung der Exportsteuer und der Importrabatte von je 4% auf unbestimmte Zeit beschlossen. Hingegen hat sie darauf verzichtet, weitere Schritte zur Eindämmung der Exportkonjunktur zu unternehmen. Die Bundesbank hat ihrerseits die Mindestreservebestimmungen erschwert und den Diskontsatz erhöht. Sie hat sodann Maßnahmen ergriffen, um den Zufluß ausländischer Gelder in die deutsche Wirtschaft zu erschweren. Mit einer nachhaltigen Abkühlung der konjunkturellen Expansion dürfte indessen auf Grund der gegenwärtigen Entwicklungstendenzen in den kommenden Monaten kaum zu rechnen sein.

Der Auftrieb der inländischen Nachfrage *Italiens*, der im Laufe dieses Jahres durch eine bewußt expansiv orientierte Wirtschaftspolitik des Staates eingeleitet worden ist, hat sich in den vergangenen Monaten weiter beschleunigt. Neben dem anhaltenden Anstieg der Exportnachfrage (Zunahme der Exporte im 1. Semester 1969 gegenüber dem Vorjahr 22,5%) erlebt insbesondere die Wohnbautätigkeit eine starke Zunahme. Die Preise, die sich bisher bemerkenswert ruhig entwickelten (Anstieg des Konsumentenpreisindex im 1. Semester 1969 2,5%), sind neuerdings in eine raschere Aufwärtsbewegung geraten. Es wird befürchtet, daß die im Herbst bevorstehenden Verhandlungen mit den Gewerkschaften von massiven Lohnerhöhungen gefolgt sein werden, was die inflatorischen Tendenzen verstärken müßte.

Hochkonjunktur herrscht auch in den Niederlanden und in Belgien. In *Belgien* stößt die Expansion an die Kapazitätsgrenzen der Wirtschaft. Die Auftragsbestände und

Lieferfristen haben erheblich zugenommen. Die Preise beginnen rascher zu steigen. In den *Niederlanden* haben die Maßnahmen, welche die Regierung nach dem inflationistischen Preisauftrieb am Jahresbeginn zu treffen genötigt war, die insbesondere einen Preisstopp einschlossen, zu einer gewissen Beruhigung der Konjunktur geführt. Der Exportsog hält indessen unvermindert an. Vorteilhaft dürfte sich auswirken, daß es im Juni gelang, die Tariflohnerhöhungen auf 5–6% pro Jahr zu begrenzen.

Ungebrochene Expansion kennzeichnet die wirtschaftliche Entwicklung *Japans*. Das außerordentlich hohe Wachstum ist von einer beschleunigten Preissteigerung begleitet. Die Behörden haben sich bisher mit einer als Warnschuß gedachten Diskontsatzserhöhung begnügt, da sich die Handels- und Ertragsbilanz, welche das primäre Kriterium der japanischen Wirtschaftspolitik bildet, weiterhin günstig entwickelt.

Zur internationalen Währungslage

Im internationalen Währungsgeschehen der vergangenen Monate haben insbesondere zwei Ergebnisse Beachtung gefunden: die in der «Zehner-Gruppe» erreichte Verständigung über die erstmalige Inkraftsetzung von Sonderziehungsrechten und die am 8. August erfolgte Abwertung des französischen Francs um 11,11%.

Die neuen Statuten des Internationalen Währungsfonds, welche die Schaffung von Sonderziehungsrechten als ein neues und zusätzliches internationales Reservemedium vorsehen, sind im Monat Juli mit Erreichen des für das Ratifizierungsverfahren erforderlichen Quorums rechtskräftig geworden. Im gleichen Monat einigten sich die an der «Zehner-Gruppe» beteiligten Länder darüber, an der Ende September/Anfang Oktober in Washington stattfindenden Jahresversammlung der Bretton Woods-Institute für eine unverzügliche Inkraftsetzung von Sonderziehungsrechten einzutreten. Sie kamen ferner überein, die Schaffung von Sonderziehungsrechten zunächst für eine Periode von drei Jahren zu empfehlen, und zwar im Betrage von 3,5 Mrd. Dollar für das Jahr 1970 sowie von je weiteren 3 Mrd. Dollar für die beiden folgenden Jahre. Die Aufteilung dieser Gesamtbeträge auf die einzelnen Länder erfolgt bekanntlich proportional zur Höhe der Mitgliedquoten im Währungsfonds. Der Beschluß über die Aktivierung der Sonderziehungsrechte wie auch über den Umfang, der in den nächsten Jahren von diesem neuen Reservemedium geschaffen werden soll, ist formell von den über hundert Mitgliedstaaten des Internationalen Währungsfonds, die sich am System beteiligen, zu treffen. In Anbetracht des Stimmenanteils, welchen die Länder der «Zehner-Gruppe» im Währungsfonds besitzen, und ihrer Bedeutung, ist indessen kaum anzunehmen, daß an der bevorstehenden Jahresversammlung Beschlüsse gefaßt werden, die von der in der «Zehner-Gruppe» erzielten Verständigung abweichen werden.

Die Ansicht, zusätzliche Währungsreserven in Gestalt von Sonderziehungsrechten sollten schon jetzt und nicht erst zu einem unbestimmten späteren Zeitpunkt ins Leben

gerufen werden, war zunächst vor allem von den Vereinigten Staaten vertreten worden. Sie fand nunmehr auch die Unterstützung der übrigen Länder, die der «Zehner-Gruppe» angehören. Die Geschäftsleitung des Internationalen Währungsfonds gelangte auf Grund eingehender Studien ebenfalls dazu, die unverzügliche Schaffung von Sonderziehungsrechten zu befürworten. Die Haltung der kontinentaleuropäischen Länder hat, offensichtlich beeinflusst vom Gang des internationalen Währungsgeschehens der letzten Monate, in dieser Frage eine gewisse Wandlung erfahren. Beim Entscheid der «Zehner-Gruppe» scheinen namentlich die folgenden Erwägungen eine Rolle gespielt zu haben: Einmal war festzustellen, daß der Bestand der Währungsreserven der westlichen Welt, insbesondere aber jener der «Zehner-Gruppe», seit 1967 zurückgegangen ist, wenn die Stützungskredite an Großbritannien und Frankreich von den ausgewiesenen Reserven in Abzug gebracht werden und in nächster Zeit nicht mit einem nennenswerten Zuwachs der Reservebestände aus den traditionellen Quellen zu rechnen ist. Die laufende Goldproduktion dürfte, so scheint es, von der rasch ansteigenden privaten Nachfrage weitgehend absorbiert werden. Wenn die Vereinigten Staaten ihre Zahlungsbilanz im Gleichgewicht halten, was nach allgemeiner Auffassung unbedingt erreicht werden sollte, dann werden inskünftig auch die Dollarreserven nicht mehr weiter zunehmen. Tatsächlich haben, nachdem die amerikanische Zahlungsbilanz seit Mitte letzten Jahres dank bedeutenden Geld- und Kapitalzuflüssen aus Europa aktiv wurde, einige europäische Notenbanken in den vergangenen Monaten Dollarreserven verloren. Zum Teil wurden darüber bereits Befürchtungen wegen einer möglichen Knappheit an Dollarreserven geäußert. Auf jeden Fall hat diese eher unerwartete Entwicklung die Haltung zur Frage der Versorgung mit Währungsreserven deutlich beeinflusst; dies nicht zuletzt auch deswegen, weil sie vor Augen führte, daß zurzeit kein Land bereit oder in der Lage wäre, eine Verminderung seiner eigenen Währungsreserven von größerem Ausmaß und längerer Dauer hinzunehmen, um anderen Ländern eine Erweiterung ihrer Reserven zu ermöglichen. Erheblich ins Gewicht fiel schliesslich die Besorgnis, daß sich die Beschränkungen im internationalen Handels- und Zahlungsverkehr bei einer Verknappung der Währungsreserven wesentlich verstärken könnten.

Daß Sonderziehungsrechte schon in den nächsten Monaten geschaffen werden sollten, war im Hinblick auf solche Überlegungen in den Diskussionen der «Zehner-Gruppe» nicht ernstlich umstritten. Unterschiedliche Auffassungen herrschten zunächst über den Umfang an zusätzlicher Liquidität, der auf diesem Wege geschaffen, und den Zeitraum, für den der Betrag zum voraus festgelegt werden sollte. Die Statuten sehen bekanntlich eine Fünfjahresperiode vor, für die jeweils der Umfang der neuen Sonderziehungsrechte bestimmt werden soll. Seinerzeit war zunächst die Rede davon gewesen, in einer ersten Phase jährliche Beträge von etwa 1 bis 2 Mrd. Dollar festzusetzen. Vor allem von amerikanischer Seite wurde nun darauf hingewiesen, daß ein Reservezuwachs von dieser Größenordnung unzureichend wäre.

Dabei wurde namentlich geltend gemacht, daß in den nächsten Jahren sowohl Großbritannien als auch Frankreich beträchtliche Stützungskredite zurückzahlen hätten, für die sie sich zusätzliche Währungsreserven beschaffen müßten. Darüber hinaus aber sollte diesen Ländern ermöglicht werden, ihre stark zusammengeschmolzenen Währungsreserven wieder zu ergänzen. Desgleichen beabsichtigten aber auch andere Länder, wie namentlich die Vereinigten Staaten und Japan, in naher Zukunft ihre Reserven zu erhöhen, weil sie den derzeitigen Bestand, gemessen am Volumen ihres Handels- und Zahlungsverkehrs, für unzureichend erachteten. Diese Zielsetzungen ließen sich jedoch unmöglich verwirklichen, wenn aus den traditionellen Quellen keine oder nur sehr geringe zusätzliche Reserven hinzuzießen und, wie die Entwicklung der letzten Zeit erkennen ließ, kein anderes Land bereit ist, in größerem Umfang eigene Währungsreserven zu verlieren. Nach amerikanischen Schätzungen wäre zur Erfüllung dieser Ziele in den nächsten Jahren eine Erhöhung der globalen Währungsreserven von etwa 4,5 Mrd. Dollar erforderlich. Die Länder der EWG hatten unter sich zunächst einen jährlichen Betrag von 2,5 Mrd. Dollar vereinbart. Dabei spielte die Überlegung eine Rolle, daß das neue Reservemedium eher Vertrauen erlangen werde, wenn zu Beginn relativ bescheidene Beträge geschaffen und erprobt würden. Als Kompromiß zwischen den beiden Positionen kam schließlich die bereits erwähnte Verständigung zustande.

Der Entscheid, in den nächsten Jahren zusätzliche Währungsreserven gewissermaßen künstlich zu schaffen, ist zweifellos für die weitere Entwicklung der internationalen Währungsverhältnisse von großer Tragweite. Ein einigermaßen zuverlässiges Urteil über die Zweckmäßigkeit dieses Entschlusses wird sich erst nach einigen Jahren praktischer Erfahrung mit dem neuen Reservemedium fällen lassen. Da und dort geäußerte Bedenken, die gewählten Beträge könnten etwas hoch gegriffen sein, lassen sich angesichts der derzeitigen Zahlungsbilanzperspektiven allerdings nicht so leicht zerstreuen. Die erwähnten Kalkulationen über den Zuwachs der Reserven, der erforderlich ist, um den verschiedenen Ländern die Erreichung der von ihnen angestrebten Ziele zu ermöglichen, setzen voraus, daß die diesen Zielen entsprechende Verbesserung der Zahlungsbilanz (Überschuß oder Gleichgewicht) verwirklicht werden kann. Dies aber hängt nicht vom Umfang der Währungsreserven, sondern vor allem von der eingeschlagenen Wirtschaftspolitik ab. Allzu reichliche Reservebestände könnten im Gegenteil die Anstrengungen zur Erreichung oder Erhaltung des außenwirtschaftlichen Gleichgewichts schwächen.

Dem Zahlungsbilanzaspekt ist im Kreise der «Zehn» durchaus Beachtung geschenkt worden. Die Statuten enthalten bekanntlich die Bestimmung, daß Sonderziehungsrechte erstmals nur geschaffen werden sollen, wenn unter den führenden Industrieländern ein besseres Gleichgewicht der Zahlungsbilanzen hergestellt worden ist und wenn Aussicht auf ein besseres Funktionieren des Zahlungsbilanzausgleichs in der Zukunft besteht. Man war sich in der «Zehner-Gruppe» weitgehend dar-

über einig, daß heute noch keineswegs von einer eindeutigen Besserung der Zahlungsbilanzverhältnisse gesprochen werden kann, fand jedoch mehrheitlich, daß die angeführten Erwägungen zugunsten einer Schaffung von Sonderziehungsrechten die Bedenken wegen der Zahlungsbilanzlage überwiegen. Zudem haben die Länder mit den größten Gleichgewichtsstörungen zugesichert, daß die Zuteilung von Sonderziehungsrechten ihre Anstrengungen um ein besseres Zahlungsbilanzgleichgewicht nicht beeinträchtigen werde.

In Wirklichkeit läßt die Entwicklung der Zahlungsbilanzverhältnisse in den vergangenen Monaten noch immer keine eindeutige Wendung zu einem besseren Gleichgewicht erkennen. Wohl schloß die Zahlungsbilanz der Vereinigten Staaten in der ersten Hälfte dieses Jahres wiederum mit einem Aktivsaldo (2,4 Mrd. Dollar) «on official settlements account», das heißt gemessen an der Veränderung der ausstehenden Verpflichtungen gegenüber ausländischen Währungsbehörden. «On liquidity basis» hingegen, unter Berücksichtigung also der Veränderung aller kurzfristigen Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland, ergab sich ein außergewöhnlich hohes Defizit von 5,5 Mrd. Dollar. Die große Diskrepanz zwischen diesen beiden Werten deutet die ungewöhnliche Struktur an, welche die amerikanische Zahlungsbilanz zurzeit aufweist. Die Handelsbilanz hat sich erneut beträchtlich verschlechtert. Der Aktivsaldo der Ertragsbilanz ist infolgedessen ebenfalls zusammengeschrumpft. Noch mehr als bereits im vergangenen Jahr waren die Vereinigten Staaten auf den Zufluß ausländischer Gelder angewiesen, um diesen Rückgang des Aktivsaldos der laufenden Bilanz ausgleichen zu können. Dabei fällt auf, daß der Zufluß langfristigen Kapitals aus dem Ausland, der namentlich im zweiten Semester 1968 einen großen Umfang erreicht hatte, beträchtlich zurückgegangen ist. Insbesondere die Käufe amerikanischer Aktien durch Ausländer haben abgenommen. Das Nachlassen der langfristigen Kapitalimporte erklärt denn auch die ungünstige Entwicklung der Zahlungsbilanz «on liquidity basis». Die zunehmende Kreditverknappung und Zinssatzsteigerung in den Vereinigten Staaten hatten andererseits aber zur Folge, daß der Betrag der kurzfristigen Auslandsgelder, der von amerikanischen Banken und anderen Unternehmungen vor allem am Euromarkt aufgenommen worden ist, in der ersten Jahreshälfte nochmals stark anstieg, was den Zahlungsbilanzüberschuß «on official settlements account» ermöglichte. Die derzeitige Zahlungsbilanzsituation der Vereinigten Staaten ist somit recht labil. Daß ausgerechnet die USA ihre Zahlungsbilanz durch den Import ausländischer Kapitalien im Gleichgewicht halten, ist sicherlich nicht befriedigend und läßt sich auf längere Sicht wohl auch kaum aufrechterhalten. Es ist daher zu hoffen, daß mit der baldigen Eindämmung der Konjunkturüberhitzung zugleich eine fühlbare Besserung der Ertragsbilanz erzielt wird, noch bevor sich die Kapitalbewegungen zuungunsten der Vereinigten Staaten entwickeln.

Großbritannien hatte in seinem Bemühen, seine Zahlungsbilanzlage zu verbessern, in der ersten Hälfte, insbesondere aber im 2. Quartal 1969, einige Fortschritte zu

verzeichnen. Das Defizit der Handelsbilanz hat sich während der ersten sieben Monate dank einer merklichen Steigerung der Exporte verringert. Die Ertragsbilanz dürfte im ersten Semester mit einem leichten Einnahmenüberschuß (rund 20 Mio. Pfund) geschlossen haben. Der bisherige Trend reicht allerdings noch nicht aus, um das Ziel eines Zahlungsbilanzüberschusses von 300 Mio. Pfund bis zum März 1970 zu erreichen, das sich Großbritannien in seinen Vereinbarungen mit dem Währungsfonds gesetzt hat. Eine weitere Verbesserung namentlich der Handelsbilanz ist hierzu erforderlich.

In Frankreich sind die Importe im laufenden Jahr rascher angestiegen als die Warenausfuhr. Die Handelsbilanz, die im vergangenen Jahr noch ausgeglichen war, ist daher passiv geworden. Der Trend zur Passivierung der Handels- und Ertragsbilanz, der seit der zweiten Hälfte des letzten Jahres festzustellen war, hat sich in den vergangenen Monaten jedoch keineswegs spürbar verstärkt. Der Zeitpunkt der Abwertung des französischen Frankens kam deshalb allgemein als Überraschung. Zweifellos haben bei dieser Entscheidung psychologische Überlegungen eine maßgebliche Rolle gespielt. Die Wiederherstellung des Vertrauens der französischen Bevölkerung in die eigene Währung und in die kosten- und preismäßige Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft gegenüber dem Ausland ist eine entscheidende Voraussetzung für die Verwirklichung des binnen- und außenwirtschaftlichen Gleichgewichts. Die Regierung wollte gemäß den abgegebenen Erklärungen mit der Abwertung nicht zuletzt einer neuerlichen Vertrauenskrise, die im Zusammenhang mit allenfalls wieder auftauchenden Spekulationen über eine D-Mark-Aufwertung eintreten könnte, zuvorkommen. Sie hat damit zugleich wohl ganz allgemein zu einer Verminderung der internationalen Spekulationstendenzen beigetragen. Die Wiederherstellung eines dauerhaften Zahlungsbilanzgleichgewichts, das auch die Aufhebung der nach wie vor in Kraft befindlichen Devisenkontrolle gestattet, wird indessen wesentlich vom Erfolg des umfassenden Stabilisierungsprogrammes abhängen, das der Kursänderung folgen soll. Die französische Regierung hat kürzlich zur Stärkung ihrer Währungsposition die Heranziehung weiterer Stützungskredite sowohl vom Währungsfonds als auch von den EWG-Partnerländern und der BIZ in Aussicht genommen.

Die Frage einer D-Mark-Aufwertung ist leider nicht aus der öffentlichen Diskussion verschwunden, sondern sogar zu einem Hauptthema der wahlpolitischen Auseinandersetzungen geworden. Sie schwebt als Unruhefaktor über dem internationalen Währungsgeschehen, bis der Ausgang der Wahlen und die nachfolgende Regierungsbildung Klarheit über diese Frage geschaffen haben. Die deutsche Basiszahlungsbilanz (Ertragsbilanz und langfristiger Kapitalverkehr) schloß in den ersten sechs Monaten mit einem Passivsaldo von 6,2 Mrd. DM. Der Einnahmenüberschuß der Handels- wie auch der Ertragsbilanz hat sich, vor allem als Folge der stark gestiegenen Importe, gegenüber dem gleichen Zeitraum des Vorjahres deutlich vermindert (der Ertragsbilanzsaldo von 5,0 Mio. auf 3,5 Mio. D-Mark). Zugleich hat sich der

Export von langfristigem Kapital, der von Regierung und Notenbank gefördert wurde, kräftig erhöht (9,7 Mrd. DM im ersten Semester verglichen mit 4,5 Mrd. DM im Vorjahr). Die Bundesrepublik ist seit dem letzten Jahr das weitaus bedeutendste Kapitalexportland der westlichen Welt. In der Diskussion über den anhaltend hohen Ertragsbilanzüberschuß der Bundesrepublik sollte die Tatsache nicht außer acht gelassen werden, daß sich ein hoher Kapitalexport nur bei entsprechenden Überschüssen in der laufenden Bilanz aufrechterhalten läßt.

Auch in Italien ist im ersten Semester 1969 die Gesamtzahlungsbilanz defizitär geworden (- 561 Mrd. Lire; Vorjahr + 26 Mrd. Lire). Der bedeutende Einnahmenüberschuß der Ertragsbilanz hat sich in den vergangenen Monaten vermindert, weil die Einfuhr im Zusammenhang mit der in Gang gekommenen Nachfrageausweitung kräftig gestiegen ist und die nach wie vor hohe Zuwachsrate der Exporte noch übertroffen hat. Zugleich hat der Abfluß von Kapital ins Ausland ein Maß erreicht, das den Aktivsaldo der laufenden Bilanz bei weitem übersteigt und den Behörden einige Sorgen bereitet.

Die Konjunkturlage in der Schweiz

Das Konjunkturklima ist in unserem Lande während der vergangenen Monate zusehends wärmer geworden. Der von den Exporten ausgehende Auftrieb hält in unvermindertem Maße an; zugleich weitet sich nunmehr aber zunehmend auch die Inlandnachfrage aus.

Die Exportzuwachsrate sind in den ersten Monaten verglichen mit dem Vorjahr noch weiter angestiegen. Betrug die relative Zunahme im vergangenen Jahr 14,4%, so hat sie im Zeitraum Januar bis Juli 1969 15,4% erreicht. Ein Vergleich mit dem Boom zu Beginn der sechziger Jahre zeigt, daß der Exportauftrieb in der gegenwärtigen Phase nicht nur kräftiger, sondern bereits auch schon von längerer Dauer ist. Der Anteil der Warenausfuhr an der im Inland erzeugten Güterproduktion (Bruttoinlandsprodukt) ist in den letzten zwei Jahren beträchtlich gestiegen. Gegenüber rund 22% zu Beginn der sechziger Jahre erreichte er 1968 knapp 28%.

Aus der Entwicklung der Warenausfuhr nach den einzelnen Ländern geht sehr deutlich hervor, daß unsere Exportwirtschaft vor allem im Sog des Konjunkturaufschwunges steht, der in der Bundesrepublik Deutschland sowie in Italien, Frankreich und in Japan im Gange ist. Die Exporte nach der Bundesrepublik Deutschland, die rund einen Siebtel unserer gesamten Warenausfuhr ausmachen, sind im ersten Semester dieses Jahres um nicht weniger als 24,5% gestiegen; nach Italien haben sie um 16,2%, nach Frankreich um 14,3% und nach Japan um 20,3% zugenommen. Demgegenüber hat sich die Ausfuhrsteigerung nach den Vereinigten Staaten merklich abgeschwächt (auf 3% im ersten Halbjahr 1969). Besonders stark haben sich die Warenlieferungen nach dem Ausland in der chemischen Industrie (1. Halbjahr 1969 + 20,5%), bemerkenswerterweise ferner in der Textilindustrie (+ 19,6%) sowie in der Maschinen- und Appa-

rateindustrie (elektrische Maschinen, Apparate und Instrumente + 18,9%, nicht-elektrische Maschinen + 17,2%) erhöht. Die Exporte der Uhrenindustrie weisen demgegenüber einen Zuwachs auf (+ 6,8%), der sich ungefähr im Rahmen der Entwicklung der vorangegangenen Jahre hält. Der Eingang von Aufträgen aus dem Ausland hat nach den vorliegenden Angaben in den letzten Monaten noch weiter zugenommen, so daß in nächster Zeit mit einem Andauern der hohen Exportzuwachsrate zu rechnen zu sein scheint.

Die zunehmende Belegung der Binnennachfrage hat nunmehr auch zu einer sehr raschen Steigerung der Wareneinfuhr geführt. Die Importe nahmen in den ersten sieben Monaten um 13,6% oder nahezu doppelt so stark zu wie im gleichen Zeitraum des Vorjahres (7,1%). Namentlich die Bezüge von Rohstoffen und Halbfabrikaten (1. Halbjahr 1969 + 17,5%) sowie von Konsumgütern (1. Halbjahr 1969 + 15,6%) aus dem Ausland sind stark angestiegen. Dies läßt auf eine Erweiterung der Warenlager schließen, hängt aber zweifellos zugleich auch mit dem beschleunigten Wachstum der Konsumnachfrage zusammen. Noch hat der Anstieg der Importe jenen der Exporte nicht zu überholen vermocht. Dies dürfte jedoch in absehbarer Zeit der Fall sein. Die Zuwachsrate waren in der Zeit von April bis Juli 1969 bei der Einfuhr wie bei der Ausfuhr praktisch gleich hoch (17,5%). Vorerst ist daher das Handelsbilanzdefizit noch annähernd gleich groß wie im Vorjahr (Januar/Juli 1969 1456 Mio. Franken; Januar/Juli 1968 1435 Mio. Franken). Da im laufenden Jahr die Einnahmen aus dem Fremdenverkehr sowie, angesichts der herrschenden Zinsverhältnisse, insbesondere aus den Kapitalerträgen im Ausland wiederum ansteigen dürften, ist nicht ausgeschlossen, daß der Einnahmenüberschuß unserer Ertragsbilanz 1969 nochmals höher als im Vorjahr (1968: 2350 Mio. Franken) ausfallen wird. Dabei ist zu beachten, daß letztes Jahr allein auf die Einnahmen aus Kapitalerträgen ein Betrag von 1900 Mio. Franken entfiel.

Die Belegung der Binnenkonjunktur hat sich in den vergangenen Monaten deutlich verstärkt. Die Konsumgüternachfrage wächst beschleunigt. So sind die Detailhandelsumsätze im zweiten Quartal 1969 um 7,4% angestiegen, verglichen mit 5,3% in der entsprechenden Vorjahresperiode. Auf die ungewöhnlich starke Zunahme der Konsumgüterimporte ist bereits hingewiesen worden.

In kräftigem Aufschwung begriffen ist sodann die Bau-tätigkeit. In einzelnen Gegenden scheint sich bereits der Beginn eines eigentlichen Baubooms abzuzeichnen. Daran sind sowohl der Wohnungsbau als auch die industriellen Bauinvestitionen beteiligt. Ende Juni 1969 lag die Zahl der im Bau befindlichen Wohnungen um 9,6% über dem Vorjahresstand. In den ersten sieben Monaten dieses Jahres sind sodann 8,8% mehr Wohnbauten bewilligt worden als vor Jahresfrist. Daß auch die industriellen und gewerblichen Bauinvestitionen deutlich angezogen haben, geht aus der Entwicklung der gemeldeten Planvorlagen hervor. Ihre Gesamtzahl nahm im zweiten Quartal 1969 – gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode – um 2,6% zu. Es ist dies übrigens die erste

Zunahme, die in diesem Zeitraum seit 1963 zu verzeichnen war. Bemerkenswert ist dabei insbesondere, daß nunmehr vor allem wieder Neu- und Erweiterungsbauten in Angriff genommen werden, während die Projekte für Umbauten rückläufig waren. Der Zahl nach stiegen die Neu- und Erweiterungsbauten gegenüber dem Vorjahr um 13,1%, ihrem Volumen nach um 14,3%. Das Raumvolumen der geplanten Neu- und Erweiterungsbauten ist das höchste seit 1963. Es läßt dies befürchten, daß mit der Fertigstellung und Inbetriebnahme dieser Investitionen auch der Nachfragedruck am Arbeitsmarkt erheblich steigen wird, und es dabei in zunehmendem Maße zu Personalabwerbungen kommen dürfte.

Die nach wie vor hohe Einfuhr von Investitionsgütern wie auch der steigende Bestellungseingang, den die Maschinen- und Apparateindustrie aus dem Inland zu verzeichnen hat, deuten darauf hin, daß sich auch die Ausrüstungsinvestitionen auf einem hohen Niveau bewegen. Einen interessanten Hinweis auf den zunehmenden Nachfragedruck in unserer Wirtschaft vermitteln die vorliegenden Informationen über die Entwicklung der Lagerinvestitionen. Während die Industrie vor einem Jahr die Fertigwarenlager als zu groß bezeichnete, kommt sie jetzt zum gegenteiligen Schluß.

Die industrielle Produktion stieg gemäß den vorliegenden Indexziffern im ersten Quartal 1969 im Vergleich zum Vorjahr um 9% und im zweiten Quartal um 10%. Die Zahl der Unternehmungen wie auch der Wirtschaftszweige, die mit der Ausweitung ihrer Leistungen an den Kapazitätsgrenzen angelangt sind, hat deutlich zugenommen. Als Folge der wachsenden Spannung zwischen Nachfrageentwicklung und Produktionsleistungen sind in den letzten Monaten die Auftragsbestände in der Industrie fast ruckartig gestiegen, während gleichzeitig die Lieferfristen länger wurden. Der Mangel an Arbeitskräften hat sich weiter verschärft.

Die fortschreitende Erwärmung läßt sich auch bei den Preisen registrieren. Dabei darf allerdings nicht so sehr auf den Index der Konsumentenpreise abgestellt werden, denn dieser folgt erfahrungsgemäß dem Konjunkturzyklus mit einem erheblichen zeitlichen Abstand. Die zunehmende konjunkturelle Erwärmung kommt hier denn auch bisher noch nicht so deutlich zum Ausdruck. Immerhin ist seit dem Februar eine von Monat zu Monat höhere Steigerungsrate festzustellen. Ende Juli 1969 erreichte die Teuerung im Vergleich zum Juli 1968 3,0%. Ein Jahr zuvor hatte sie noch 1,3% betragen.

Der Index der Großhandelspreise, der wesentlich rascher reagiert, läßt hingegen bereits seit einigen Monaten einen beschleunigten Preisauftrieb erkennen. Ende Juli lag der Index um 3,7% über dem Vorjahresstand, während die Überhöhung im Januar dieses Jahres noch 0,9% betragen hatte. Die stärksten Auftriebsimpulse sind zwar bisher von den aus dem Ausland eingeführten Waren ausgegangen, doch zeigen auch die Preise der Inlandwaren einen rascheren Anstieg. Eine spürbare Erhöhung scheint nach den vorliegenden Informationen

sodann namentlich bei den Baukosten sowie bei den Bodenpreisen in städtischen Agglomerationen in Gang zu sein.

Angesichts der zunehmenden konjunkturellen Spannungen hat der Bundesrat, nicht zuletzt auf Anregung der Nationalbank hin, Weisungen erlassen, im Budget für das Jahr 1970 auf die derzeitige Wirtschaftslage Rücksicht zu nehmen. Durch Begrenzung von Ausgaben soll nach Möglichkeit ein Ausgleich zwischen Einnahmen und Ausgaben erzielt werden, damit die Wirtschaft vom Bundeshaushalt nicht zusätzliche Auftriebsimpulse erhält. Ferner hat der Bundesrat am 22. August 1969 ein Rundschreiben an die kantonalen Finanzdirektoren gerichtet und sie auf die gegenwärtige Konjunkturlage aufmerksam gemacht. Die Kantone werden darin ersucht, ihrerseits durch eine möglichst konjunkturgerechte Gestaltung ihrer Finanzen zur Verminderung der Auftriebskräfte beizutragen. Insbesondere werden sie eingeladen, einen Ausgleich ihres Finanzhaushaltes anzustreben, Ausgabenerhöhungen möglichst zu vermeiden und Aufwendungen nach ihrer Dringlichkeit vorzunehmen.

Zur Lage am Geld- und Kapitalmarkt

Die Entwicklung am Geld- und Kapitalmarkt der letzten Monate steht im Zeichen einer anhaltenden Liquiditätsverknappung auf der einen und einer gleichzeitig stark anschwellenden Ausweitung der inländischen Bankkredite auf der anderen Seite. Die ungewöhnlich hohen Zinssätze, die sich auf kurzfristigen Geldanlagen an den ausländischen Märkten, namentlich am Euromarkt, erzielen lassen, haben unserem Land und insbesondere unseren Banken in den vergangenen Monaten in bedeutendem Umfang liquide Mittel entzogen. Dies geht sehr eindrücklich aus der Entwicklung des Nettobetrages der Auslandguthaben unserer Banken hervor. Dieser hat im zweiten Quartal (unter Einrechnung der über den Halbjahresultimo getätigten kurzfristigen Devisenswaps mit der Nationalbank) um nicht weniger als 1,5 Mrd. Franken zugenommen. Der Zufluß ausländischer Gelder, gemessen am Wachstum der Auslandverbindlichkeiten unserer Banken im zweiten Vierteljahr (+ 3,8 Mrd. Franken), hat dabei unvermindert angehalten. Die Auslandanlagen der Banken sind indessen wesentlich stärker als die Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland angestiegen (+ 5,3 Mrd. Franken). Die Neigung, möglichst hohe Geldanlagen im Ausland zu unterhalten, ist in jüngster Zeit so stark geworden, daß sie nicht einmal mehr durch die Bedürfnisse der Halbjahresultimo-Finanzierung unterbrochen wurde. Entgegen den bisherigen Gepflogenheiten beschafften sich vielmehr die Banken die für das Semesterende benötigte inländische Liquidität Ende Juni, abgesehen von kurzfristigen Devisenswaps in der Höhe von 250 Mio. Dollar, welche die Nationalbank offeriert hatte, nicht mehr durch Umwandlung von Dollars bei der Notenbank, sondern durch Inanspruchnahme des Notenbankkredits. Die Kreditgewährung der Nationalbank stieg dadurch vorübergehend um 1383 Mio. Franken

(1084 Mio. Franken Diskont- und 212 Mio. Franken Lombardkredit) an, einen Betrag, der bisher in der Geschichte der Nationalbank noch nie, auch nicht über ein Jahresende, erreicht worden war. An der grundsätzlichen Verfassung der schweizerischen Geld- und Kreditversorgung hat sich durch diese Entwicklung freilich nichts geändert. Insbesondere ist es nicht etwa so, daß die Knappheit an inländischer Kassenliquidität bei den Banken das Gefühl geweckt hätte, ihr Liquiditätspotential sei kleiner geworden. Daß sie sich offensichtlich durch die hohen kurzfristigen Euromarktanlagen in ihrer Kreditpolitik im Inland nicht eingeengt fühlen, geht aus der Entwicklung der inländischen Kredite in den letzten Monaten sehr deutlich hervor. Tatsächlich stellt die außerordentliche Zunahme der im Inland gewährten Bankkredite die wohl bemerkenswerteste Erscheinung der letzten Monate im monetären Bereich unseres Landes dar. Sie ist zugleich ein unmißverständliches Zeichen der fortschreitenden konjunkturellen Übersteigerung. Die jährliche Zuwachsrate der für Verwendung im Inland eingeräumten Bankkredite, die bereits in den vier ersten Monaten sukzessive von 8% auf 10% gestiegen war, ist unterdessen im Juni auf 11% und im Juli auf fast 12% angewachsen. Die Kreditausweitung hat damit praktisch nahezu wieder das Ausmaß erreicht, das in den beiden Boomjahren 1960 und 1961 verzeichnet worden war. Dies geht insbesondere aus der Kreditentwicklung jener Bankengruppe hervor, die auf Grund ihres Geschäftscharakters jeweils einen besonders dynamischen Verlauf zu verzeichnen hat. Die prozentuale Zunahme der inländischen Kredite der Großbanken gegenüber dem entsprechenden Vorjahresstand, die sich letztes Jahr zwischen 6% und 10% bewegte, ist im Verlaufe der ersten sieben Monate 1969 sukzessive von 11,3% im Januar auf 19,5% im Juli angestiegen. Die monatlichen Zuwachsraten haben sich gegenüber dem Vorjahr gut verdoppelt. Sie haben damit zugleich nahezu jene Rekordzuwachsrate eingeholt, die in der Konjunkturüberhitzung anfangs der sechziger Jahre verzeichnet worden waren. Bei einem Vergleich dieser Zahlen hat man sich dabei stets vor Augen zu halten, daß heute der reale Wachstumsspielraum unserer Wirtschaft wesentlich enger geworden ist, und wir insbesondere nicht mehr über jene Elastizität des Arbeitskräfteangebotes verfügen, welche damals noch bestand.

Daß die Kreditexpansion die volkswirtschaftlich tragbaren Grenzen im Laufe dieses Sommers überschritten hat, geht auch aus der Entwicklung der von den Banken bewilligten Baukredite hervor. Diese Zahlen geben überdies wohl einen noch deutlicheren Hinweis auf die Intensität der Bautätigkeit, die für die kommenden Monate zu erwarten ist, als die bereits an anderer Stelle aufgeführten Zahlen. Der Umfang der bewilligten Baukredite, den die von der Statistik erfaßten Banken gewährt haben, ist im ersten Quartal um 27% angestiegen. Im ganzen Zeitraum von Januar bis Juli 1969 ist ein Zuwachs von 35% eingetreten. Die bei weitem stärkste Ausweitung haben die zugesagten Baukredite im Monat Juni erfahren (+ 72,5%!).

Die Nationalbank hatte bereits im Mai 1969 die Schweizerische Bankiervereinigung auf die sich abzeichnenden

Tendenzen im Kreditsektor aufmerksam gemacht. Sie hatte zugleich auf die Notwendigkeit hingewiesen, rechtzeitig geeignete Gegenmaßnahmen zu ergreifen, und in groben Umrissen angedeutet, in welcher Richtung sie selbst sich solche Vorkehren vorstellen würde. Nachdem sich im August deutlich abzuzeichnen begann, daß mit dem Zustandekommen einer Rahmenvereinbarung zur Ergänzung der geldpolitischen Einflußmöglichkeiten gerechnet werden konnte, wurden zwischen der Nationalbank und der Schweizerischen Bankiervereinigung Verhandlungen über eine Begrenzung des Kreditzuwachses in den kommenden Monaten geführt und mit einer Verständigung abgeschlossen. Es wurde insbesondere vereinbart, daß die Banken, die sich an der Rahmenvereinbarung beteiligen, ihr am 31. August 1969 erreichtetes Kreditvolumen in den darauffolgenden Monaten grundsätzlich um nicht mehr als 9% ansteigen lassen. Institute, die in den beiden Jahren Juni 1967/68 und Juni 1968/69 eine höhere Kreditzunahme zu verzeichnen hatten, erhalten die Möglichkeit eines Zuschlages, welcher der Hälfte der Differenz zwischen dem durchschnittlichen Zuwachs jener beiden Jahre und den zulässigen 9% entspricht. In keinem Fall darf jedoch dieser Zuschlag 2,5% übersteigen, so dass die maximal mögliche Zuwachsrate nicht mehr als 11,5% betragen kann. Weiter wurde vorgesehen, daß die Nationalbank mit der Bankiervereinigung nach sechs Monaten die Angemessenheit der festgelegten Kreditzuwachsrate im Lichte der dannzumaligen Konjunkturlage und der effektiven Kreditentwicklung prüfen wird. Die Vereinbarung soll am 1. September 1969 zugleich mit der Rahmenvereinbarung in Kraft treten.

Der Zinsauftrieb an den ausländischen Märkten und der in diesem Zusammenhang stehende Mittelabfluß nach dem Ausland haben in den vergangenen Monaten auch das Niveau der langfristigen Zinssätze in Bewegung gebracht, das bisher von den hohen Zinssätzen im Ausland wie auch am inländischen Geldmarkt relativ wenig berührt worden war. Die Rendite der Bundesobligationen ist von 4,69% Ende Juni auf 5% Ende Juli und 5,2% Ende August angestiegen. Die Emissionstätigkeit ruhte der Sommerferien wegen bis zum 11. August 1969. Auf den nachfolgenden inländischen Anleihssemissionen mußten die Ausgabenkurse zurückgenommen werden. Trotzdem wurden die neu herausgekommenen Anleihen durchweg unter dem Ausgabekurs gehandelt. Der aufwärts gerichtete Trend hat inzwischen auch die Kassenobligationensätze erfaßt. Verschiedene Banken sahen sich angesichts des nachlassenden Zuganges von Kassenobligationengeldern veranlaßt, die Nationalbank von der Absicht einer Erhöhung der Sätze zu unterrichten. Im Interesse einer geordneten Anpassung hat die Nationalbank hierauf mit Vertretern der wichtigsten Bankengruppen vereinbart, daß ab 10. September 1969 die Großbanken und Kantonalbanken die Sätze auf ihren Kassenobligationen um $\frac{1}{4}\%$ heraufsetzen, während die Lokalbanken und Sparkassen an den bisherigen Konditionen festhalten, jedoch von diesem Zeitpunkt an die Laufzeiten kürzen können.

II

Folgerungen aus der Analyse der konjunkturellen Entwicklung für die Wirtschaftspolitik

Allgemeines

Wie in den meisten anderen europäischen Ländern übersteigt beim heutigen Preisstand auch in der Schweiz die Nachfrage immer deutlicher die Produktionskapazität.

Beim vom letzten Boom her verbliebenen strukturellen Mangel an Arbeitskräften könnten zusätzliche Produktionsanstrengungen rascher als früher zu Lohnhaussen mit inflatorischem Einschlag führen. Dies würde die Nachfrage einerseits nach Arbeitskräfte sparenden Produktionsgütern und andererseits nach Konsumgütern und konsumtiven Investitionen erhöhen. Dies könnte erst recht den Wettbewerb um die schon zu knappen Arbeitskräfte verstärken. Je mehr dabei auch dem Produktionsgütersektor Arbeitskräfte entzogen würden, desto stärker würden die Wachstumsaussichten der Volkswirtschaft verringert und die Inflationsanfälligkeit erhöht.

Die Gefahren einer zunehmenden Überforderung der Wirtschaft werden durch das große Kreditpotential verstärkt. Seine Ausnützung würde wohl die Nachfrage vermehren, aber nicht das Angebot an Arbeitskräften. Die gegenseitige Abwerbung zu höheren Löhnen und damit die Umverteilung der Arbeitskräfte würde sich intensivieren. Die Umverteilung würde durch eine inflatorisch verzerrte und daher nicht unbedingt wachstumsorientierte Nachfrage beeinflusst.

Bei einer solchen Entwicklung nähme auch die Nachfrage nach ausländischen Gütern rascher zu als bei früheren Überhitzungen, das heißt, wir trügen auch unsererseits durch vermehrte Käufe im Ausland zur Nachfrageaufblähung im Ausland bei und betrieben damit Inflationsexport.

Es sind gegenwärtig allerdings in vielen Ländern Bestrebungen zur Konjunkturdämpfung im Gange. So versuchen die amerikanischen Behörden seit über einem Jahr, insbesondere mit geldpolitischen Maßnahmen, der inflatorischen Nachfrageaufblähung beizukommen. Großbritannien bemüht sich, die innere Nachfrage zugunsten des Exports zu dämpfen. Auch die französische Abwertung ist auf eine Einfuhrhemmung und Exportsteigerung ausgerichtet.

Wann und inwieweit schließlich diese Anstrengungen zum entscheidenden Erfolg führen werden, bleibt immer noch ungewiß. Wir können uns daher nicht ausschließlich auf die Dämpfungsbemühungen des Auslandes verlassen. Wir müssen sowohl im nationalen als auch im internationalen Interesse unsere eigenen Maßnahmen zur Verhinderung einer neuen Inflationswelle treffen.

Bei weitverbreitetem konjunkturellem Aufschwung ist es wichtig, daß alle davon erfaßten Länder frühzeitig

Wesentliches zur Dämpfung beitragen, denn sonst überwälzen sie sich über den Außenhandel gegenseitig einen Teil ihres nationalen Nachfrageüberhangs, was den Spielraum für eine internationale Preis- und Kostensenkung erweitert und die Inflationsbekämpfung auf nationaler Ebene erst recht erschwert.

Die amerikanische Bremspolitik ist von einer rekordhaften Zinshausse begleitet, die sich über den Eurodollarmarkt mit unterschiedlicher Geschwindigkeit und Intensität auf die europäischen Länder überträgt. Die immer noch bescheidenen Bremserfolge in den USA und die trotz einer durch äußere Einflüsse vorangetriebenen starken Zinshausse in Europa eingetretene Überhitzung zeigen, daß steigende Zinskosten die Investitionsfreudigkeit nicht mehr im Sinne früherer Erfahrungen und Vorstellungen relativ rasch dämpfen. Dies läßt sich durch die stärker gewordenen Inflationserwartungen erklären, die das Überwälzen höherer Zinskosten auf die Preise erleichtern.

Sowohl in der Wirtschaftspolitik als auch in der Wirtschaftswissenschaft hat sich daher immer mehr die Erkenntnis durchgesetzt, daß zur Bremsung der Geldschöpfung der Akzent stärker als früher auf eine direkte Beschränkung des Kreditvolumens gelegt werden sollte. Dieses Instrument gehört deshalb in den meisten europäischen Ländern nunmehr zum üblichen Notenbankinstrumentarium.

Hinweise auf die Wirkung der Zinshausse auf die schweizerische Wirtschaft

Der Eurogeldmarkt übt eine starke Anziehungskraft auf die schweizerischen Banken und immer mehr auch auf andere schweizerische Wirtschaftskreise aus. Im Vergleich zu den meisten anderen Ländern war bisher ihr Einfluß auf das interne Zinsniveau geringer geblieben. Sie scheint sich nun aber etwas deutlicher durchzusetzen.

Die Anziehungskraft des Euromarktes kommt nicht zuletzt in den Bilanzen der drei größten Banken zum Ausdruck.

Obwohl die Bilanzsumme der drei Großbanken vom 1. Juli 1968 bis 30. Juni 1969 um rund 14 Mrd. Franken oder über 30% gestiegen ist, hat sich ihre Kassahaltung in Form von Giro Guthaben bei der Nationalbank vom 15. Juni 1968 bis 15. Juni 1969 nur um 1,3% vermehrt. Dies zeigt, wie die durchschnittliche Kassahaltung zugunsten von kurzfristigen Anlagen auf dem Eurogeldmarkt reduziert worden ist.

Auch die zusätzliche Beschaffung von Kassamitteln auf die Bilanzpublikationsdaten hin hat sich verändert. Die Rückgriffe auf das Liquiditätsreservoir des Eurogeldmarktes wurden geringer, dafür stieg die kurzfristige Beanspruchung des Notenbankkredites.

Das heutige Ausmaß der Verknappung der Kassaliquidität in Form von Notenbankgeld hätte sich durch die Anwendung der im Gesetzesentwurf beziehungs-

weise im Rahmenvertrag über das Instrumentarium vorgesehenen Erhebung von Mindestreserven kaum erreichen lassen. Diese Verknappung an echter Kassaliquidität hat aber eine starke Ausweitung des inländischen Kreditvolumens bisher nicht verhindert. Für die Kreditpolitik der Banken war bisher ihr im Ausland liegendes Liquiditätspotential weit maßgeblicher als die Kassaliquidität in Notenbankgeldform.

So stieg das inländische Kreditvolumen der Banken mit Bilanzsummen über 100 Mio. Franken vom 1. Juli 1968 bis 30. Juni 1969 um 11,3%, gegenüber nur 7,8% in den vorangegangenen 12 Monaten.

Besonders illustrativ ist die Zunahme der inländischen Kreditgewährung bei den fünf Großbanken! Sie betrug vom 1. Juli 1967 bis 30. Juni 1968 8,2%, in den nachfolgenden 12 Monaten aber bereits 18,1%. Im Juli stieg sie gegenüber dem Vorjahr sogar um 19,5%.

Eine solche Entwicklung erweckt unter den gegenwärtigen Verhältnissen nicht nur volkswirtschaftliche, sondern auch bankpolitische Bedenken. Die inländischen Gläubiger der Banken verlangen für alte und neue Gelder in wachsendem Ausmaße euromarktkonforme Zinssätze; so daß diese Gelder nicht mehr gewinnbringend im Inlandgeschäft verwendet werden können, sondern auf dem Euromarkt angelegt werden müssen. Ein Rückgriff auf diese Gelder zur Finanzierung einer übermäßigen inländischen Kreditexpansion steigert das Streben nach einer beschleunigten Anpassung der inländischen an die internationalen Zinssätze.

Zudem ist es nicht mehr so sicher, daß die Anlagen auf dem Eurogeldmarkt unter besonders kritischen Verhältnissen das ideale, jederzeit genügende Liquiditätspolster darstellen, wie dies bisher angenommen wurde.

Durch die großen Mittelaufnahmen der amerikanischen Banken auf dem Eurogeldmarkt haben sich dessen Mittel stark verknappt. Diese Verknappung könnte sich im Falle einer neuen D-Mark-Aufwertungsspekulation bedeutend verschärfen, denn ein wesentlicher Teil der Spekulation würde voraussichtlich durch einen Rückgriff auf Euromarkt-gelder finanziert. Es wäre nicht zum vornherein ausgeschlossen, daß in einem solchen Falle nicht alle fälligen Euromarkt Guthaben bei unseren Banken völlig fristgerecht eingingen. Ebenso dürfen wohl unsere Banken den Fall nicht zum vornherein ausschließen, daß in größerem Ausmaße Guthaben von Banken und Nichtbanken oder offene Kreditlimiten zu D-Mark-Aufkäufen verwendet würden. Da eine völlige Kongruenz der Fälligkeiten von Verpflichtungen und Anlagen kaum für alle Extremfälle zu erreichen ist, wäre das Entstehen von Liquiditätsengpässen nicht auszuschließen. Obwohl in einem solchen Falle die Notenbank mit ihren Devisenreserven einspringen würde, dürfte das mindestens theoretische Vorhandensein solcher Risiken den Wunsch einer vorausschauenden Geschäftsleitung zu einer Eindämmung der übermäßigen inländischen Kreditexpansion ebenfalls verstärkt haben.

Überlegungen dieser Art haben zweifellos die Einsicht gefördert, daß der Zeitpunkt für die Einführung einer Kreditzuwachsbeschränkung nicht nur aus rein volkswirtschaftlichen, sondern auch aus bankpolitischen Gründen gekommen sei.

Solange die jetzigen Eurogeldmarktverhältnisse anhalten, könnten sich auch inländische Banken vermehrt dem Risiko von Engpässen, insbesondere bei der Beschaffung von mittel- und langfristigen Geld, ausgesetzt sehen.

Die gewachsenen Kreditzusagen vieler inländischer Banken werden sich erst in der Zukunft in den Bilanzfiguren voll niederschlagen. Bereits im Jahre 1968 stiegen die bewilligten Baukredite gegenüber dem Vorjahr um 25% an. Im ersten Quartal 1969 betrug die Zunahme 27% und im zweiten Quartal 43%, wobei der Juni sogar eine Zuwachsrate von 72% zeigte.

Es ist fraglich, ob genügend längerfristige Mittel eingehen werden, um derart gestiegene Baukredite in Hypothekarform zu konsolidieren. Dies insbesondere, solange der Eurogeldmarkt auch solche Mittel an sich zieht.

Also auch bei dieser Bankengruppe dürften nicht nur volkswirtschaftliche, sondern auch bankpolitische Überlegungen die Einsicht gefördert haben, der Zeitpunkt für Bremsmaßnahmen sei gekommen. Man kann sich gegenüber der Kundschaft auf sie berufen und weiß, daß sie auch für den Konkurrenten gelten.

Die neue Vereinbarung mit der Bankiervereinigung über die Beschränkung des Kreditwachses

Nach den Mitteilungen der Bankiervereinigung haben bisher 319 Institute das Rahmenabkommen unterzeichnet. Dies sind über 92% der vorgesehenen Institute. Sie verkörpern 98% der Bilanzsumme der zur Unterzeichnung eingeladenen Banken.

Man muß anerkennen, daß darin eine bemerkenswerte Leistung liegt, die auch unsererseits Anerkennung verdient.

Es sind allerdings einige Unterschriften nur mit Vorbehalt erteilt worden. Darunter befinden sich aber keine maßgeblichen Institute.

Sowohl die Bankiervereinigung als auch wir haben diese Beteiligung als genügend erachtet, um die Rahmenvereinbarung in Kraft zu setzen. Die Institute, die nicht unterzeichnet haben, werden bei Anwendungsbeschlüssen von uns Richtlinien erhalten, die sie einladen, sich analog zu verhalten wie die durch den Rahmenvertrag gebundenen Banken.

Wir haben Ihnen bereits anläßlich der Juni-Sitzung dargelegt, daß wir den Zeitpunkt für eine Beschränkung der starken Kreditexpansion als gekommen erachteten

und diesbezügliche Gespräche mit der Bankiervereinigung aufgenommen hätten.

In der Zwischenzeit kam auch die Bankiervereinigung zum Schluß, daß das gegenwärtige Ausmaß der Kreditexpansion inflatorische Gefahren in sich schließt und reduziert werden müsse. Daß bankpolitische Überlegungen diesen Entscheid ebenfalls erleichtert haben dürften, ist bereits angedeutet worden.

Die Notwendigkeit einer Kreditzuwachsbeschränkung wird auch bejaht von der bundesrätlichen Finanz- und Wirtschaftsdelegation, dem uns beratenden Professoren-gremium, der Kommission für Konjunkturfragen und dem Delegierten für Konjunkturpolitik.

Wie Sie wissen, sieht der Rahmenvertrag zur Dämpfung einer übermäßigen Kreditexpansion zwei Instrumente vor:

- die Mindestguthaben und
- die direkte Kreditzuwachsbeschränkung.

Beide Instrumente sollen nur angewandt werden, wenn die übermäßige Kreditausweitung nicht mit anderen Mitteln verhindert werden kann. Insbesondere zur direkten Kreditzuwachsbeschränkung soll nur dann gegriffen werden, wenn entweder nach gemachter Erfahrung oder zum vornherein ersichtlich ist, daß mildere Instrumente, eingeschlossen die Mindestguthaben, zur als notwendig erachteten Bremsung nicht genügen.

Die Vorbedingungen für den Erlass einer Kreditzuwachsbeschränkung erscheinen erfüllt. Die Nationalbank hat in Beobachtung dieser Vorschriften bisher darauf verzichtet, den mittelverknappenden Geld- und Kapitalexport zu beschränken. Sie ist auch der Zinshausse auf dem Obligationenmarkt vorderhand nicht durch Kaufsinterventionen entgegengetreten; sie hat auch dem Ersuchen der Banken um Erhöhung der Verzinsung der Kassaobligationen entsprochen und wird schließlich auch dem Wunsche der Banken, den offiziellen Diskont- und Lombardsatz den heutigen Marktverhältnissen etwas näherzubringen, entgegenkommen. Es sei allerdings beigefügt, daß unter den heutigen Verhältnissen auch ein anderes Verhalten an der Mittelverknappung nur wenig geändert hätte.

Die Ausgabe von Sterilisierungskreditlinien oder die Einforderung von Mindestguthaben wäre vorderhand wenig sinnvoll, denn die Anziehungskraft des Eurogeldmarktes hat die Kassaliquidität bereits stärker verknappert, als dies durch die erwähnten Maßnahmen möglich gewesen wäre.

All dies genügt aber nicht, um die Kreditexpansion in einem den realen Produktionsmöglichkeiten entsprechenden Rahmen zu halten.

Für die Bemessung des Kreditwachses ist man mangels umfassender statistischer Unterlagen und genügender Kenntnis der Reaktion der Wirtschaft auf neue

Situationen stark auf ein pragmatisches Vorgehen angewiesen. Man neigt daher dazu, die Zuwachsraten für die Aufrechterhaltung eines normalen Wachstums eher zu large als zu eng zu bemessen. Dafür dürfte es um so länger dauern, bis sie ihre Wirkungen entfalten. Es ist daher um so notwendiger, frühzeitig mit der Bremsung zu beginnen.

Das Direktorium kam zur Auffassung, daß eine globale Begrenzung des Kreditwachses für das ganze Bankensystem von 9% bis 10% angemessen sei. Es wurde der Bankiervereinigung gegenüber als obere globale Limite 10% vorgeschlagen, in der Meinung, daß nicht jede Bank den ihr zugebilligten Spielraum voll ausnützen werde, so daß der Gesamtwuchs zwischen 9% und 10% liegen werde.

Die Schweizerische Bankiervereinigung hat sich mit diesem Globalziel oppositionslos einverstanden erklärt.

Bei der Festsetzung des Globalzieles wurden unter anderem folgende Zahlen berücksichtigt:

Vom 1. April 1967 bis 31. März 1968 betrug die Gesamtkreditwachstumsrate 7,4%, in den darauffolgenden zwölf Monaten war sie 10,2%. Im Durchschnitt der beiden Jahre betrug sie 8,8%.

Beide Perioden waren gekennzeichnet durch Vollbeschäftigung. In der ersten Periode war die Ausnützung der Produktionsfaktoren eher unter-optimal, und die Investitionen stagnierten auf allerdings hohem Niveau. Die zweite Periode war gekennzeichnet durch eine zunehmende Ausschöpfung der Reserven an Produktionskapazität, ein bereits deutliches Defizit an Arbeitskräften und einen Wiederanstieg der Investitionen.

Eine Beschränkung auf den Durchschnitt der beiden Jahre von 8,8% hätte sich wohl als für ein normales volkswirtschaftliches Wachstum genügend vertreten lassen. Im Hinblick auf den pragmatischen Charakter des Vorgehens und die geplante Art der individuellen Zuteilung glaubten wir, eine etwas höhere Globalrate von 9% bis 10% vorsehen zu können.

Der nachfolgende Vergleich mit weiter zurückliegenden Erfahrungszahlen könnte dazu führen, eine globale Zuwachsrate von 9% bis 10% als für die heutigen Verhältnisse zu hoch zu betrachten. Es dürfte sich aber empfehlen, mit Schlußfolgerungen zuzuwarten, bis die Aufspaltung der Globalzahl in individuelle Zuwachsraten geschildert worden ist.

Vergleich mit den fünfziger Jahren

In den Jahren 1951–1959 betrug der durchschnittliche inländische Kreditwuchs 6,4%, mit Höchstsätzen von je 8,6% in den Jahren 1956 und 1959.

Der durchschnittliche Jahreswuchs erreichte bei den Großbanken 7,4%, bei den Kantonalbanken 7,2% und bei

den Lokalbanken und Sparkassen 6,4%. Der höchste während dieser Periode erreichte Satz war bei den Großbanken 15,9% (1959), bei den Kantonalbanken 8,6% (1956) und bei den Lokalbanken und Sparkassen 8% (1954).

Das reale Wachstum des Bruttosozialproduktes betrug im Jahresdurchschnitt 4,3%, mit einem Maximum von 8,1% im Jahre 1951. Es wurde gefördert durch den Zuzug fremder Arbeitskräfte, der im Jahresdurchschnitt gegen 1% der aktiven Bevölkerung ausmachte.

Der Großhandelspreisindex blieb ungefähr stabil, und die Lebenskosten stiegen im Jahresdurchschnitt um 1,5%.

Im Jahresdurchschnitt wurde mit einem Kreditwuchs von 6,4% und einem sich deutlich ausweitenden Angebot an Arbeitskräften ein reales Wachstum von 4,3% erzielt, wobei die Lebenskosten nur um 1,5% stiegen.

Vergleich mit dem Rekordboom 1959–1964

In den Jahren 1959 bis 1964, also während der stärksten Expansionszeit der schweizerischen Wirtschaftsgeschichte, betrug der durchschnittliche jährliche Kreditwuchs 10,7%, mit einem Höchstsatz im Jahre 1961 von 14,5%.

Der durchschnittliche Jahreswuchs bei den Großbanken belief sich auf 16,9%, bei den Kantonalbanken auf 9,3% und bei den Lokalbanken und Sparkassen auf 8,3%.

Der höchste Zuwachs wurde im Jahre 1961 erreicht. Er betrug bei den Großbanken 27,5%, bei den Kantonalbanken 11% und bei den Lokalbanken und Sparkassen 10,1%.

Im Jahresdurchschnitt stieg das reale Wachstum des Bruttosozialproduktes auf 5,1%, mit einem maximalen Ausschlag von 7,3% im Jahre 1961. Es wurde dadurch gefördert, daß die fremden Arbeitskräfte pro Jahr um ungefähr 2% der aktiven Bevölkerung anstiegen.

Der Großhandelspreisindex erhöhte sich durchschnittlich um 1,9% und die Lebenshaltungskosten stiegen um 2,6%.

Mit einem durchschnittlichen Kreditwuchs von 10,7% pro Jahr wurde also bei sehr elastischem Arbeitsmarkt ein durchschnittliches reales Wachstum von 5,1% erzielt, wobei eine jährliche Steigerung der Lebenshaltungskosten um 2,6% in Kauf genommen werden mußte:

In der gegenwärtigen Expansionsperiode ist ein Rückgriff auf zusätzliche Fremdarbeiter nicht mehr möglich. Sie begann vielmehr mit einem Defizit an Arbeitskräften. Man rechnet nach erfolgter Ausschöpfung des größten Teils der Produktionsreserven für das nächste Jahr noch mit einer realen Wachstumsmöglichkeit von 3% bis 4%, unter der Voraussetzung, daß die produktiven Investi-

tionen nicht übermäßig durch eine Ausweitung des Konsums und der konsumtiven Investitionen gehemmt werden. Unter solchen Umständen könnte eine Kreditzuwachsrate, die lediglich 1% unter dem Durchschnitt der extremen Boom-Periode liegt, als eindeutig zu hoch erscheinen.

Die Einhaltung der vorgesehenen globalen Zuwachsrate für das ganze Bankensystem setzt voraus, daß den einzelnen Bankinstituten individuelle Zuwachsraten zugeweiht werden. Da das Geldschöpfungspotential der einzelnen Bankkategorien unterschiedlich ist, hat die dabei angewandte Methode einen wesentlichen Einfluß auf den Umfang der zusätzlichen Geldschöpfungsmöglichkeiten und damit den für inflatorische Entwicklungen verbleibenden Spielraum. Aus der nachfolgenden Schilderung der gewählten Methode wird ersichtlich, daß der inflatorische Spielraum stärker eingeschränkt wird, als dies der Vergleich der Globalzahlen vermuten läßt.

Für die Festsetzung der individuellen Kreditzuwachsrate hat unter teilweiser Berücksichtigung unserer eigenen Anregungen die Schweizerische Bankiervereinigung selbst Vorschläge ausgearbeitet, denen wir uns mit einigen die Kreditausweitungsmöglichkeiten reduzierenden Modifikationen anschließen konnten.

Die vereinbarte Methode weicht wesentlich von derjenigen des Gentlemen's Agreements von 1962, das später im Kreditbeschluß verankert wurde, ab.

Damals wurde die Kreditzuwachsrate für jede Bank in Prozenten ihres effektiven Kreditwachses in den Jahren 1960 beziehungsweise 1961 fixiert. Die fünf Großbanken hatten im Jahre 1960 einen Kreditzuwachs von 21,9% und im Jahre 1961 von 27,5%, während bei den Kantonalbanken der Zuwachs nur 9,2% beziehungsweise 11% und bei den Lokalbanken 8,2% beziehungsweise 10,1% betrug.

Da die Hauptquelle der übermäßigen und daher inflatorisch wirkenden Geldschöpfung in der Kreditexpansion der Großbanken liegt, wurde durch die damalige Methode also gerade diese Bankengruppe besonders begünstigt. Dies mag mit eine Ursache für den langen Bremsweg gewesen sein.

Die gegenwärtige Methode geht aus von den am 31. August 1969 von jedem einzelnen Institut ausgewiesenen Kreditvolumen (Debitoren, Wechsel, Kredite an die öffentliche Hand und Hypothekarkredite). Jede Bank erhält hierauf eine generelle Zuwachsrate von 9%, unabhängig davon, wie stark die bisherige Kreditexpansion war. Darüber hinaus wird der unterschiedlichen Dynamik der einzelnen Banken in einem beschränkten Umfange Rechnung getragen. Übersteigt der prozentuale Kreditzuwachs im Durchschnitt der beiden Zwölfmonatsperioden Juni 1967/68 und Juni 1968/69 den generellen Satz von 9%, so kann die Hälfte des die 9% übersteigenden Satzes zur generellen Zuwachsquote von 9% bis zur Erreichung eines Maximums von 11,5% hinzugeschlagen

werden. Dieses dynamische Element in der individuellen Zuwachsrate wird auch durch die Wahl der Stichperiode noch etwas vermindert.

Die Zwölfmonatsperiode Juni 1967/68 lag noch vor dem neuen Konjunkturaufschwung; damals waren die Differenzen in den Zuwachsraten der einzelnen Bankkategorien noch relativ gering. Bei einem durchschnittlichen Zuwachs von insgesamt nur 7,8% lag derjenige der fünf Großbanken erst bei 8,2% und derjenige der Kantonalbanken und Lokalbanken und der Sparkassen bei 7,6% beziehungsweise 7%.

Die zweite Zwölfmonatsperiode war durch den Konjunkturanstieg gekennzeichnet. Mit ihm wuchsen die Unterschiede. Bei einer durchschnittlichen Gesamtzuwachsrate von 11,3% für das ganze Bankensystem erreichten die fünf Großbanken bereits 18,1%, währenddem der Satz der Kantonalbanken nur auf 8,9% und derjenige der Lokalbanken und Sparkassen auf 7,1% anstieg.

Aus diesen Zahlen geht zugleich hervor, daß die heutige Kreditzuwachsbegrenzung im Gegensatz zu jener von 1962 die Kreditexpansion der Großbanken als Hauptquelle der inflatorischen Buchgeldschöpfung weitaus am empfindlichsten trifft. Der ihnen zugebilligte Kreditzuwachs beträgt nach der geschilderten Formel nur noch 10,8%, das heißt, er erreicht nicht einmal mehr drei Fünftel der Höhe der letzten zwölf Monate. Für einzelne Institute ist die Einschränkung noch beträchtlicher.

Allerdings ist zu berücksichtigen, daß vermutlich ein Teil der Kundschaft der Großbanken im Hinblick auf die seit Ende Mai bekanntgewordene Absicht der Einführung einer Kreditzuwachsbegrenzung verstärkt von den noch offenen Kreditlimiten Gebrauch gemacht hatte, wobei wohl anzunehmen ist, daß die frühzeitige Eindeckung mit Krediten durch die Möglichkeit der Anlage der Gelder auf dem Euromarkt mit ansehnlichem Zinsgewinn wesentlich erleichtert wurde.

Ferner ist durch das starke Ansteigen des Kreditvolumens in den letzten Monaten auch die Ausgangsbasis für die Berechnung der Kreditzuwachsrate etwas aufgebläht worden.

Es ist auch zu berücksichtigen, daß die Kreditzuwachsbegrenzung nicht das Volumen der neuerteilten Kredite erfaßt, sondern nur den Saldo zwischen den zurückbezahlten und den neugewährten Krediten. Wenn also Kredite zurückbezahlt werden, so ergibt sich ein zusätzlicher Spielraum für neue Kredite, ohne daß dadurch die Kreditzuwachsrate belastet würde. Die Kreditdauer dürfte im allgemeinen bei den Großbanken kleiner sein als bei den anderen Bankengruppen.

Zudem sind die Großbanken wohl auch am ehesten in der Lage, ihre Großschuldner zu Kreditablösungen durch Konsolidierungen zu veranlassen. Im Rahmen des stark reduzierten Kreditwachses dürfte daher ein gewisses Elastizitätspotential vorhanden sein.

Im Hinblick auf die generelle Kreditzuwachsrate von 9% wird die Großzahl der Kantonalbanken, Lokalbanken und Sparkassen relativ wenig beschränkt. Für eine beträchtliche Zahl von Instituten bleibt ein zusätzlicher Expansionspielraum offen. Für überdurchschnittlich expansive Institute dieser Gruppen, die zwar teilweise auch vom dynamischen Zuschlag profitieren, bedeutet die Regelung allerdings eine echte Reduktion der bisherigen Zuwachsrate. Es darf aber nicht außer acht gelassen werden, daß die bewilligten Baukredite in letzter Zeit einen sehr großen Umfang angenommen haben. Eine Reihe von Instituten, die in der Regel solche Kredite durch eigene Hypothekengewährung konsolidieren, wäre bei Fortdauer der hohen Zuwachsrate wohl bald auf Schwierigkeiten bei der Beschaffung der benötigten mittel- und langfristigen Kredite gestoßen.

Die relativ large Behandlung dieser Bankengruppen findet ihre Rechtfertigung darin, daß sie in der Regel ihre Investitionskredite selbst konsolidieren, also darauf hinstreben müssen, ihre zusätzliche Kreditgewährung im Prinzip dem Wachstum des Sparvolumens anzupassen.

Da bei der Bemessung der Kreditzuwachsrate mangels umfassender zahlenmäßiger Grundlagen nur pragmatisch vorgegangen werden kann, ist vorgesehen, spätestens nach Ablauf von sechs Monaten sowohl die Konjunkturlage als auch die Zielkonformität der Zuwachssätze zu überprüfen und wenn nötig die Zuwachsraten herabzusetzen.

Unter welchen Voraussetzungen kann die Lösung zielkonform funktionieren?

Wichtig erscheint insbesondere, daß zwischen den im Inland vorhandenen Mitteln und dem durch die Kreditzuwachsrate zugelassenen Expansionspielraum kein wesentliches Mißverhältnis besteht.

Solange der Euromarkt seine starke Anziehungskraft beibehält, ist anzunehmen, daß die zur Ausnützung der Kreditzuwachsrate benötigten Mittel im Ausland bleiben.

Eine Änderung könnte dann eintreten, wenn in wesentlichem Umfang Mittel von außen zuströmen, sei es als Folge eines Mißtrauens gegenüber dem Dollar, sei es infolge einer im Anschluß an eine erfolgreiche D-Mark-Aufwertungsspekulation sich entwickelnde Franken-Aufwertungsspekulation, oder sei es, daß nach einer deutschen Aufwertung in Erwartung einer starken Hausse schweizerischer Realwerte in größerem Umfang schweizerisches Kapital repatriiert oder ausländisches Kapital Anlagen in der Schweiz sucht. Sobald eine Mittelfülle vorhanden ist, die bei weitem das übersteigt, was zur Ausfüllung des zugelassenen Kreditwachses notwendig ist, werden sich in wachsendem Umfang Umgehungsmethoden herausbilden, die die Wirkung der monetären Restriktionspolitik mindestens stark vermindern.

Unterstützung durch in der Kompetenz des Bundesrates liegende Maßnahmen

Wir haben dem Bundesrat eine Reihe von Vorschlägen unterbreitet, die er im Rahmen seiner heutigen Kompetenzen zur Unterstützung der geldpolitischen Maßnahmen ergreifen könnte. Eine erste Frucht liegt in dem Ihnen bekannten Rundschreiben an die Kantone vor.

Solange der Bundesrat noch nicht zu allen Vorschlägen konkret Stellung bezogen hat, möchten wir darauf verzichten, Einzelheiten bekanntzugeben. Allerdings ist der von der öffentlichen Hand zu erhoffende Beitrag nicht groß genug, um die Inflationsgefahren zu meistern. Er kann aber eine wertvolle Ergänzung der monetären Politik bedeuten.

Der zu erwartende Einfluß auf die Zinsentwicklung

Die Zinsentwicklung wird bis auf weiteres in erster Linie durch die hohen Sätze des Eurodollarmarktes, das heißt die amerikanische Geldpolitik, beeinflusst. Die Schweiz gehört zu den Ländern, in denen die maßgeblichen inländischen Zinssätze dem internationalen Auftrieb bisher am langsamsten folgten. Von seiten der mit dem internationalen Geschäft eng verknüpften Banken scheint ein zurückgestauter Nachholbedarf zu weiteren Zinsanpassungen zu bestehen. Diese Banken sehen sich unter dem Druck der Konkurrenz ausländischer Banken gezwungen, einer offenbar rasch wachsenden Zahl von Kunden dem Euromarktniveau besser angepaßte Passivsätze zu offerieren. Für die Verzinsung solcher Gelder scheinen die gegenwärtig im Inland angewandten Aktivsätze nicht auszureichen. Es wäre daher nicht ausgeschlossen, daß bei den stark im Auslandgeschäft tätigen Banken die Neigung bestünde, Maßnahmen der Notenbank, die zur Rechtfertigung einer Erhöhung der Aktivzinsen dienen können, zur Beschleunigung des Anpassungsprozesses zu benutzen. Man muß sich aber darüber im klaren sein, daß eine solche Zinshausse nicht eine Konsequenz der Kreditzuwachsbegrenzung, sondern der internationalen Marktlage darstellt. Unter dem Einfluß der internationalen Zinsentwicklung mußte kürzlich den Großbanken und den Kantonalbanken die Bewilligung zur Hebung der Sätze für Kassaobligationen um $\frac{1}{4}\%$ erteilt werden, und zwar auf 5% für ihre 3- und 4jährigen beziehungsweise auf $5\frac{1}{4}\%$ für ihre längerfristigen Kassaobligationen. Lokalbanken können die Mindestlaufzeit ihrer $5\frac{1}{4}\%$ -Titel inskünftig auf drei Jahre (statt auf 5 Jahre wie bis anhin) festsetzen. Auch dies dürfte die Zinshebung im Aktivgeschäft, eingeschlossen die Hypotheken, fördern. Dies um so mehr, als auch die fast ausschließlich inlandorientierten Banken für die Konsolidierung des außerordentlich stark gestiegenen Volumens an bewilligten Baukrediten in vermehrtem Umfang mittel- und langfristige Mittel benötigen.

Die stark auslandverbundenen Banken haben auch eine Erhöhung des Diskontsatzes angeregt; dies sicherlich nicht, um ihre Geldbeschaffung bei der Notenbank

zu verteuern, sondern zur Erleichterung der Anpassung der Aktivzinsen nach oben. Wir werden in konstatierendem Sinne um eine Erhöhung des Diskont- und Lombardsatzes nicht herumkommen. Dies um so weniger, als auch die leider wieder steigende Inflationsrate eine gewisse Zinserhöhung rechtfertigt.

Die Vereinbarung einer Kreditwachsbegrenzung ist geeignet, den konjunkturellen Zinsauftrieb wegen Ver-

ringung des Risikos einer Konsolidierungskrise zu vermindern.

Unter den heutigen Verhältnissen dürfte sie auch die von außen kommenden Zinsauftriebskräfte abschwächen. Die geringere Kreditexpansion wird die Banken weniger zwingen, zu Eurosätzen verzinsliche Mittel im Inland zu verwenden. Damit sollte sich auch ihr Bedürfnis nach einer vermehrten Anpassung der inländischen Aktivsätze an das internationale Niveau vermindern.