

An der Sitzung des Bankrates der Schweizerischen Nationalbank vom 11. September 1970 hat Dr. E. Stopper, Präsident des Direktoriums, folgenden Bericht erstattet¹⁾:

1. Teil

Die weltwirtschaftlichen Entwicklungstendenzen

Das wirtschaftliche Wachstum hat sich während der ersten Jahreshälfte 1970 in den westlichen Industrieländern abgeschwächt. Der Zuwachs des realen Brutto-sozialproduktes ging nach den Schätzungen des OECD-Sekretariates gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode für den Gesamtbereich der OECD-Länder von durchschnittlich 5% auf rund 2% zurück.

Die Entwicklung in den verschiedenen Ländern verlief allerdings uneinheitlich. Während in den Vereinigten Staaten die wirtschaftliche Wachstumsrate sogar leicht negativ war und in Großbritannien praktisch stagnierte, blieb sie in Ländern wie Japan und Frankreich hoch. In der Bundesrepublik verlangsamte sich das Wachstum lediglich deshalb, weil die verfügbaren Kapazitätsreserven ausgeschöpft waren.

Auch die Nachfrage entwickelte sich in den einzelnen Ländern unterschiedlich. In den Vereinigten Staaten und Großbritannien sowie weitgehend auch in Frankreich konnte der Nachfrageüberhang abgebaut werden. Sowohl in den übrigen Ländern Kontinentaleuropas, insbesondere in der Bundesrepublik Deutschland und Italien, als auch in Japan blieb indessen der Nachfrage- druck stark. Es wäre daher verfrüht, bereits von einem weltweiten Stillstand der inflationären Nachfrageexpansion zu sprechen. So sahen sich denn die Bundesrepublik Deutschland und Italien veranlaßt, ihre Konjunkturdämpfungsmaßnahmen auch in letzter Zeit noch zu verschärfen. In Großbritannien drohen die von häufigen Arbeitsniederlegungen begleiteten Lohnforderungen eine neuerliche unerwünschte Ausweitung der Konsum- und Importnachfrage auszulösen.

Trotz uneinheitlicher Wachstums- und Nachfrageentwicklung hielt der Preisauftrieb praktisch in allen Industriestaaten an. Selbst in den Vereinigten Staaten und Großbritannien ist der inflatorische Preisauftrieb trotz Nachfrageabschwächung und Wachstumsverlangsamung nicht zum Stillstand gelangt. In den kontinental-europäischen Ländern hat sich der Preisanstieg in den vergangenen Monaten im allgemeinen verstärkt. Die zunächst von der Nachfrageexpansion ausgelöste Teue-

rung wird dabei mehr und mehr von einer starken Kostensteigerung weitergetragen. Der weltweite Kosten- und Preisauftrieb stellt heute zweifellos das wirtschafts-politische Hauptproblem der westlichen Welt dar. Im Gesamtbereich der OECD sind die nationalen Preisniveaus, gemessen am Preisindex, mit dem das Brutto-sozialprodukt bewertet wird, in der ersten Hälfte 1970 durchschnittlich um nicht weniger als 6% angestiegen. Im Vergleich zu den frühen sechziger Jahren hat sich die Inflationsrate gut verdoppelt.

Es zeigt sich erneut, daß der Preisauftrieb mit der Bremsung der Nachfrageexpansion allein nicht aufgehalten werden kann, solange die Lohnerhöhungen den Produktivitätszuwachs erheblich übersteigen. Beachtung verdient, daß dieses Mal die Weltmarktpreise von der inflatorischen Entwicklung stärker als je seit der Korea-Krise erfaßt worden sind. So stiegen die Exportpreise im OECD-Bereich im vergangenen Jahr durchschnittlich um gegen 4% und in der ersten Hälfte des laufenden Jahres um fast 6% gegenüber lediglich ¼% im Durchschnitt der Jahre 1958 bis 1967. Die Preisentwicklung an den Weltmärkten ist nicht mehr wie in früheren Jahren dank des starken Wettbewerbs zwischen den Exportindustrien der einzelnen Länder wesentlich hinter dem Anstieg der inländischen Preisniveaus zurückgeblieben. Es ist derzeit kein führendes Exportland mehr da, das dank überdurchschnittlicher Preis- und Kostenstabilität den anderen Exportländern Zurückhaltung in ihrer Preispolitik aufzwingt. In den Vereinigten Staaten ist die relative Preisstabilität der frühen sechziger Jahre von einer kräftigen Teuerung abgelöst worden. In Japan und Italien schlug sich die starke Kosten- und Preishausse in jüngster Zeit ebenfalls in einer fortschreitenden Erhöhung der Exportpreise nieder, und auch die Bundesrepublik übt nach der Aufwertung und dem starken Kostenanstieg nicht mehr den gleichen stabilisierenden Einfluß auf die internationalen Märkte aus wie früher. Zudem dürfte die starke Ausweitung der inländischen Nachfrage die Unternehmen in den zuletzt genannten drei Ländern davon abgehalten haben, den Export wie früher durch Preiskonzessionen zu stimulieren. All dies hat weltweit den Widerstand gegen Kostenerhöhungen vermindert und den Spielraum für eine Verstärkung der inflatorischen Tendenzen erweitert.

Sowohl die zunehmende Lohnkosteninflation als auch der beschleunigte Anstieg der Weltmarktpreise geben Anlaß zu ernststen Bedenken. In den Vereinigten Staaten wird für die kommenden Monate mit einer erneuten Belebung der Wirtschaftstätigkeit gerechnet, obwohl der Kosten- und Preisauftrieb noch nicht im gewünschten Maße nachgelassen hat. In Großbritannien wird ebenfalls eine Nachfrageausweitung erwartet, obwohl der Anstieg des Preisniveaus sich kaum vermindert hat. In Italien und in der Bundesrepublik Deutschland stehen trotz Dämpfungsmaßnahmen weitere bedeutende Lohnerhöhungen

¹⁾ 1. Teil: Schriftlicher Bericht; 2. Teil: Mündliche Ausführungen.

bevor. Ein Andauern des gegenwärtigen Kosten- und Preisauftriebes müßte zu gefährlichen wirtschaftlichen und sozialen Verzerrungen und Spannungen führen. Es ist daher dringend zu hoffen, daß die Anstrengungen, der inflatorischen Kosten- und Preisentwicklung Einhalt zu gebieten, in den kommenden Monaten nicht vermindert, sondern verstärkt werden. Dabei wird es insbesondere gelten, die Entwicklung der Einkommen in einem den realen Wachstumsmöglichkeiten der Wirtschaft angemessenen Rahmen zu halten.

In den *Vereinigten Staaten* ist der Rückgang des Produktionsvolumens, der Mitte 1969 eingesetzt hatte, seit Juni 1970 zum Stillstand gekommen. Das reale Brutto-sozialprodukt, das im ersten Quartal abnahm und im zweiten Quartal praktisch unverändert blieb, dürfte nach den vorliegenden Indikatoren in der zweiten Jahreshälfte wieder eine Zunahme verzeichnen. Von offizieller Seite wird erklärt, die amerikanische Wirtschaft befinde sich zur Zeit in einer Phase des Übergangs von einer milden Rezession zu einer langsamen Erholung. Diese Erwartung wird begründet mit der wieder zunehmenden Wohnbautätigkeit, die durch die Entspannung am Geld- und Kapitalmarkt begünstigt wird. Ferner wird erwartet, daß als Folge der anhaltenden Lohnerhöhungen und der ab Mitte 1970 erfolgten Aufhebung des Steuerzuschlages von 5% die privaten Konsumausgaben in nächster Zeit deutlich zunehmen werden. In den vergangenen Monaten zeigten die Haushalte gegenüber Konsumausgaben eine betonte Zurückhaltung; die private Sparquote stieg in diesem Zusammenhang beträchtlich an. Rückläufig ist seit einigen Monaten die industrielle Investitionstätigkeit. Die privaten Anlageinvestitionen waren im 2. Quartal 1970 um 3% niedriger als im letzten Viertel des Vorjahres. Diese Abschwächung dürfte in erster Linie auf die Liquiditätsverknappung bei den amerikanischen Unternehmungen zurückzuführen sein. Dazu beigetragen haben indessen offenbar auch die empfindlichen Kürzungen der staatlichen Verteidigungsausgaben. Es wird angenommen, daß die privaten industriellen Investitionen nach der starken Expansion der letzten Jahre und angesichts der rückläufigen Gewinnmargen noch während längerer Zeit relativ niedrig bleiben werden. Trotz den Anstrengungen der Administration, den Staatshaushalt im Gleichgewicht zu halten, wobei namentlich die Aufwendungen für Verteidigung und Raumfahrt kräftige Abstriche hinnehmen mußten, scheint die Rechnung für das laufende Finanzjahr mit einem Defizit zu schließen. Der Fehlbetrag dürfte nach den jüngsten Ausgabenbeschlüssen des Kongresses, dessen Intentionen wohl nicht zuletzt im Hinblick auf die bevorstehenden Wahlen im November nicht immer mit jenen der Administration im Einklang stehen, im kommenden Haushaltsjahr noch ansteigen.

Der Preisauftrieb scheint sich in den letzten Monaten endlich verlangsamt zu haben. Der Index der Großhandelspreise ist seit Beginn dieses Jahres nur noch geringfügig gestiegen. Die Tatsache, daß dieser Index dem Verlauf des Konsumentenpreisindex zeitlich vorausgeht, wird als Anzeichen dafür betrachtet, daß die Teuerungsrate der Konsumentenpreise, die im Juni und

Juli dieses Jahres von zeitweise über 7% auf rund 4% zurückgegangen ist, sich noch etwas weiter abschwächen könnte.

Die langsamere Zunahme der Gesamtnachfrage war von einer relativ hohen Arbeitslosenquote begleitet. Diese stieg eher überraschend im Juli von 4,7% auf 5% an. Dazu dürfte, neben der Entlassung von Arbeitskräften durch einige Unternehmen der Rüstungs- und Raumfahrtindustrie, vorwiegend der Neueintritt von Jugendlichen ins Erwerbsleben beigetragen haben. Die Wirtschaftsberater des amerikanischen Präsidenten schätzen, daß die Produktionsleistungen der amerikanischen Wirtschaft zur Zeit um etwa 4% unter der vollen Leistungskapazität liegen. Im Blick auf die sozialpolitischen Folgen der Arbeitslosigkeit befürworten sie dem Vernehmen nach eine etwas raschere Belebung der Wirtschaftstätigkeit als die Währungsbehörden. Das Federal Reserve Board hat wohl seine zuvor scharf restriktive Geld- und Kreditpolitik in den vergangenen Monaten gelockert, ist dabei aber vorsichtig vorgegangen. Das Geldvolumen wurde in den ersten sieben Monaten des laufenden Jahres ziemlich konstant um je rund 4% gegenüber dem Vorjahr ausgeweitet. Im Zusammenhang mit dem Zusammenbruch der großen Eisenbahngesellschaft Penn Central bekundeten die Währungsbehörden unverzüglich ihre Bereitschaft, mit ihrem Kredit zur Überwindung allfälliger Liquiditätsengpässe beizuspringen, um das Entstehen einer Kettenreaktion zu verhindern. Tatsächlich konnte die kritische Situation ohne größere Weiterungen überwunden werden. Seit Ende Mai ist am amerikanischen Geldmarkt eine leichte Entspannung eingetreten. Die kurzfristigen Zinssätze sind etwas zurückgegangen. Die langfristigen Sätze haben sich dagegen kaum verändert. Nach der starken Beanspruchung kurzfristiger Kredite durch die amerikanische Wirtschaft im vergangenen Jahr besteht zur Zeit ein enormer Bedarf an langfristigen Mitteln zu Konsolidierungszwecken. Das Volumen der Emission langfristiger Anleihen von Unternehmungen übertraf in den vergangenen Monaten alle bisherigen Rekorde.

Die Erwartungen gehen derzeit mehrheitlich dahin, daß die konjunkturelle Abschwächung in den Vereinigten Staaten am Auslaufen ist und sich die Wirtschaftstätigkeit in nächster Zeit allmählich, wenn auch langsam, wieder beleben wird. Es ist nur zu hoffen, daß die Beruhigung des Preisauftriebes vom Wiederaufschwung der Wirtschaft nicht vorzeitig unterbrochen wird. Zu einigen Bedenken geben in dieser Hinsicht die teilweise massiven Lohnforderungen Anlaß, die für die in diesem Herbst bevorstehenden Verhandlungen über die Erneuerung der Gesamtarbeitsverträge, insbesondere in der Automobilindustrie, angekündigt worden sind.

Die wirtschaftliche Entwicklung in *Großbritannien* verlief nicht nach den ursprünglichen Intentionen der früheren Regierung. Die sukzessive Lockerung sowohl der Fiskal- als auch vor allem der Geldpolitik, die nach der erfreulichen Erholung der Zahlungsbilanzlage als vertretbar erachtet wurde, führte nicht zu der erhofften Beschleunigung der Produktionstätigkeit. Im Mai fiel die

industrielle Erzeugung vielmehr etwas unter das im Vorjahr erreichte Niveau. Das reale Bruttosozialprodukt nahm im ersten Semester 1970 nur minim ($\frac{1}{4}\%$) zu. Auch die Nachfrage reagierte nicht nach den offiziellen Zielvorstellungen, denn es stiegen, wenn auch nur relativ schwach, die öffentlichen und privaten Konsumausgaben, während die private Investitionstätigkeit, die ohnehin zu wünschen übrig ließ, noch weiter zurückging.

Ungewöhnlich stark ist im ersten Semester dieses Jahres das britische Kosten- und Preisniveau angestiegen. In der verarbeitenden Industrie erreichte die durchschnittliche Lohnerhöhung auf Jahresbasis umgerechnet nahezu 15%. Da, wie erwähnt, Produktion und Beschäftigung und damit auch die Arbeitsproduktivität sich in der gleichen Zeit nur wenig geändert haben, dürften die Lohnkosten pro Produktionseinheit um nicht viel weniger zugenommen haben. Der Konsumentenpreisindex erhöhte sich in der ersten Jahreshälfte um 8% gegenüber dem Vorjahr. Der Preisindex, mit dem das gesamte Bruttosozialprodukt bewertet wird, stieg in der gleichen Zeit um $5\frac{1}{2}\%$. Großbritannien gehört damit trotz nahezu stagnierenden Wachstums zu den Ländern mit den höchsten Inflationsraten. Die unbefriedigende Zunahme der Produktionstätigkeit schlägt sich in einer hohen Arbeitslosenziffer nieder. Die Zahl der Arbeitslosen hat im Laufe des Sommers noch leicht zugenommen.

Nach den Plänen der früheren Regierung sollte in der zweiten Hälfte dieses und der ersten Hälfte des nächsten Jahres ein Zuwachs des realen Bruttosozialproduktes von 3 bis $3\frac{1}{2}\%$ erreicht werden. Ob sich dieses Ziel ohne allzustarke Freisetzung inflatorischer Auftriebskräfte verwirklichen läßt, erscheint zur Zeit eher fraglich. Von gewerkschaftlicher Seite werden massive Lohnerhöhungen verlangt. Durch wilde Streiks wird die Produktion namentlich in der Automobilindustrie einmal mehr beeinträchtigt. Die neue Regierung hat bisher kein klares wirtschaftspolitisches Programm vorgelegt, aus dem hervorgeht, wie sie den auf sie zukommenden Problemen, insbesondere der Lohnkosteninflation, zu begegnen gedenkt. Sie wird sich in nächster Zeit nicht zuletzt auch im Hinblick auf die Zahlungsbilanzentwicklung entscheiden müssen.

Die in Frankreich von der Regierung ergriffenen Dämpfungsmaßnahmen haben zu einer Abschwächung der Nachfrageexpansion im Inland geführt. Vor allem die privaten Konsumausgaben sind in den letzten Monaten wesentlich langsamer als zuvor angestiegen. Die Käufe dauerhafter Konsumgüter, vor allem von Personautos und Fernsehapparaten, die während der Vertrauenskrise nach den Ereignissen im Jahre 1968 sprunghaft zugenommen hatten, haben sich rückläufig entwickelt. Auch das Wachstum der Investitionstätigkeit hat sich im Vergleich zu den beiden vorangegangenen Jahren etwas verlangsamt, bewegte sich jedoch mit 6% (real) in der ersten Hälfte des laufenden Jahres immer noch auf einem befriedigenden Niveau. Die Abschwächung der Inlandnachfrage ist durch die sehr starke Zunahme der Exportnachfrage teilweise ausgeglichen worden, so daß die

Produktion eine weiterhin recht hohe Wachstumsrate aufwies. Die industrielle Produktion nahm im ersten Semester 1970 um $8\frac{1}{2}\%$, das reale Bruttosozialprodukt um $5\frac{1}{2}\%$ zu.

Hat auch die französische Wirtschaft erfreuliche Fortschritte in Richtung eines gesamtwirtschaftlichen Gleichgewichts erzielt, so ist doch der Lohn- und Preisauftrieb nach wie vor ungewöhnlich stark. Der Preisindex des Bruttosozialproduktes stieg im ersten Halbjahr 1970 um $5\frac{3}{4}\%$ p.a. Die Löhne haben im ersten Quartal um rund 12% zugenommen. Die französische Regierung hat in den vergangenen Monaten ihre Restriktionspolitik namentlich im monetären Bereich schrittweise gelockert. So wurden die Kreditbegrenzung etwas erleichtert und Ende August die offiziellen Sätze der Banque de France um $\frac{1}{2}\%$ gesenkt.

Die Wirtschaftslage der *Bundesrepublik Deutschland* ist nach wie vor durch einen Zustand konjunktureller Überhitzung gekennzeichnet. Immerhin scheint die Auftragsentwicklung eine allmähliche Abschwächung der Nachfrageexpansion anzukünden. Der Rückgang der Auftragseingänge ist vorderhand aber noch verhältnismäßig bescheiden. Er dürfte sich überdies angesichts der immer noch hohen Auftragsbestände erst mit beträchtlicher Verzögerung auf die Produktionstätigkeit auswirken. Die Abtragung des Nachfrageüberhanges wird erschwert durch die völlig ausgelasteten Produktionskapazitäten und den Mangel an Arbeitskräften. Das Verhältnis zwischen Arbeitssuchenden und offenen Stellen hat sich im Laufe des ersten Semesters eher noch etwas verschlechtert. Mitte 1970 traf es auf einen Arbeitssuchenden rund 7 offene Stellen. Als Folge der Überbeanspruchung von Produktionskapazitäten und Arbeitskräften hat sich die wirtschaftliche Wachstumsrate spürbar verlangsamt. Das reale Bruttosozialprodukt wies im ersten Semester 1970 eine Zuwachsrate von 5,4% auf, verglichen mit $8\frac{1}{4}\%$ im zweiten Semester des Vorjahres.

Die Anspannung am Arbeitsmarkt fand in der Lohnentwicklung ihren deutlichen Niederschlag. Die durchschnittliche Lohnsteigerung erreichte im laufenden Jahr bereits 14–15%. Nach Berechnungen des Industrieinstitutes waren die Arbeitskosten pro Produktionseinheit im ersten Quartal 1970 um 12,6% höher als im Vorjahr und haben damit alle bisherigen Rekorde der Nachkriegszeit übertroffen. Im kommenden Herbst finden neue Lohnverhandlungen in der Metallindustrie statt, wobei mit massiven Forderungen der Gewerkschaften gerechnet wird. Die Anstrengungen der Regierung, die Lohnentwicklung in gegenseitigem Einvernehmen zwischen Sozialpartnern und Staat einigermaßen im Rahmen der Produktivitätssteigerung zu halten, scheinen bisher keinen großen Erfolg gehabt zu haben. Trotz der starken Kostenerhöhung ist jedoch der Index der Konsumentenpreise bisher (4% im Juli) weniger stark gestiegen als in den meisten anderen Industrieländern. Der Preisindex des Bruttosozialproduktes für das erste Semester 1970 ($7\frac{1}{2}\%$) und der Index der industriellen Erzeugerpreise ($6\frac{1}{2}\%$) lassen allerdings eine stärkere Aufwärtsbewegung erkennen. Angesichts der bereits in Gang

gekommenen und noch bevorstehenden Lohnkostensteigerung erscheint es ungewiß, wie weit es den Behörden mit den bisher ergriffenen Maßnahmen gelingt, die Preisentwicklung in den kommenden Monaten in Schach zu halten.

Anfang Juli hat die Regierung beschlossen, mit Wirkung ab 30. Juni 1970 auf den Einkommens-, Lohn- und Körperschaftssteuern einen Zuschlag von 10% einzufordern und die bisherigen Vergünstigungen für Abschreibungen auf neuen Investitionen bis zum 31. Januar 1971 aufzuheben. Die Steuerzuschläge stellen Vorauszahlungen dar, die von der Regierung bis spätestens zum 31. März 1973 zurückerstattet werden müssen. Der Voranschlag der Bundesregierung, der kurze Zeit später veröffentlicht wurde, sieht nun allerdings eine Steigerung der Staatsausgaben um 12% im kommenden Jahr vor. Die Bundesbank war schon seit geraumer Zeit bestrebt gewesen, den Auftriebenden durch Knapphalten der Geld- und Kreditversorgung entgegenzutreten. Der nach der Aufwertung einsetzende starke Mittelabfluß hatte diese Anstrengungen zunächst erleichtert. Die fortschreitende Verknappung am deutschen Geld- und Kapitalmarkt und das Ansteigen des inländischen Zinsniveaus förderten in der Folge jedoch die Aufnahme von Geldern an ausländischen Märkten durch deutsche Unternehmungen. Die Bundesbank suchte diesen Mittelzufluß durch mehrmalige Erhöhung der Mindestreserven zu neutralisieren. Um überdies einem Zinsgefälle nach der Bundesrepublik entgegenzuwirken, setzte sie Mitte Juli die offiziellen Sätze um ein halbes Prozent herab. Die Erfahrungen der Bundesbank zeigen eindrücklich, wie sehr die Geld- und Kreditpolitik eines Landes unter den heutigen Verhältnissen von den Kapitalbewegungen über die Grenzen erschwert wird.

Die anhaltenden sozialen Spannungen und die labile politische Lage wirkten sich im laufenden Jahr spürbar auf die Wirtschaftsentwicklung Italiens aus. Die häufigen Arbeitsniederlegungen wie auch die Verkürzung der Arbeitszeit beeinträchtigten den Produktionsrhythmus nachhaltig. Nach den vorliegenden Unterlagen sind während der ersten fünf Monate dieses Jahres rund 84 Mio. Arbeitsstunden durchs Streiks und andere Arbeitsausfälle eingebüßt worden. Die industrielle Produktion pro Arbeitstag war daher im ersten Semester 1970 nicht wesentlich größer als im entsprechenden Zeitraum des Vorjahres. Gelitten hat unter der Entwicklung insbesondere die private Investitionstätigkeit. Neben dem sprunghaften Anstieg der Lohnkosten hemmt auch die starke Mittelverknappung am Geld- und Kapitalmarkt die Investitionen der Unternehmungen. Der Lohnauftrieb dauert vorerst weiter an. Im Juni 1970 lagen die Tariflöhne der verarbeitenden Industrie um durchschnittlich 22% über dem Vorjahresstand. Die inflatorische Kostenentwicklung schlug sich bisher vor allem bei den Großhandelspreisen nieder. Der Preisindex des Bruttosozialproduktes zeigt während der ersten Jahreshälfte einen Anstieg von rund 6¼%, während der Konsumentenpreisindex im Juni um 5% über dem Vorjahresstand lag.

Während im Gefolge der außerordentlichen Lohn-erhöhungen die Konsumnachfrage sprunghaft zunahm,

wurde das Güterangebot durch die großen Produktionsausfälle gehemmt. Die ungenügende Versorgung mit inländischen Industrieprodukten führte zu einem ungewöhnlich kräftigen Anstieg der Importe, u. a. insbesondere auch von Automobilen.

Die neue, vom früheren Finanzminister Colombo gebildete Regierung erließ angesichts dieser Lage als erstes ein wirtschaftliches Sanierungsprogramm. Durch drastische Steuererhöhungen – unter anderem auf Benzin, alkoholischen Getränken und zahlreichen Luxusartikeln – und durch Erhöhung der Sozialbeiträge der Arbeitgeber beabsichtigt die Regierung, gegen 700 Mrd. Lire abzuschöpfen. Gleichzeitig sollen durch gezielte Maßnahmen der Kapitalmarkt, die industrielle Investitionstätigkeit und die Produktionsleistungen der Wirtschaft stimuliert werden.

In Kanada sehen sich die Behörden im wesentlichen dem gleichen Grundproblem gegenüber, vor das sich auch die Vereinigten Staaten und Großbritannien gestellt sehen, nämlich einer Kosten- und Preisinflation bei stagnierender Nachfrage und nicht voll ausgelasteten Produktions- und Arbeitskraftreserven. Die Ausweitung der Geld- und Kreditversorgung, die während der ersten Monate des Jahres aus dem kräftigen Zufluß ausländischer Gelder resultierte, war mit ein Grund, der die kanadische Regierung veranlaßte, den Wechselkurs Ende Mai bis auf weiteres freizugeben. Das Wirtschaftswachstum hat sich im Laufe der letzten Monate weiter verlangsamt. Der Preisanstieg hat sich ebenfalls leicht abgeschwächt, ist aber immer noch beträchtlich.

In kaum vermindertem Rhythmus dauert die Hochkonjunktur in Japan fort. Es beginnen sich jedoch in zunehmendem Maße Zeichen der Anspannung und Überhitzung zu zeigen. Die ganz ungewöhnlich hohe Wachstumsrate des realen Bruttosozialproduktes von gegen 12%, die im letzten Jahr erzielt wurde, war von einem Lohnanstieg von 16% und einer Teuerungsrate von rund 5% begleitet. Die Behörden sind weiterhin bestrebt, die Auftriebskräfte vornehmlich durch monetäre Bremsmaßnahmen einzudämmen. Japan, das dank der unerhörten Wachstumsfähigkeit seiner Wirtschaft heute nach den Vereinigten Staaten und der Sowjetunion als Wirtschaftsmacht an die dritte Stelle aufgerückt ist, scheint nun in zunehmendem Maße ähnlichen Schwierigkeiten wie die westlichen Industrieländer zu begegnen, nämlich rasch steigenden Lohnforderungen und Konsumansprüchen, die der Investitionsquote und damit auch dem Wachstumstempo Schranken setzen.

Die internationale Währungsentwicklung

Die Beruhigung, die Ende des vergangenen Jahres im internationalen Währungsbereich eintrat, hielt im großen und ganzen auch während der letzten Monate an. Die Freigabe des Wechselkurses durch Kanada und die

Lockerung der amerikanischen Geldpolitik übten auf die Devisenmärkte keinen nachhaltigen Einfluß aus. Der Kapitalabfluß aus Italien ging stark zurück. Spekulative Kapitalbewegungen größeren Ausmaßes traten nicht in Erscheinung. In letzter Zeit scheint allerdings das Klima an den internationalen Devisen- und Finanzmärkten eher wieder etwas labiler geworden zu sein. Zum Teil dürfte dies eine jahreszeitlich bedingte Erscheinung sein, wie sie regelmäßig auf die im Herbst stattfindende Jahresversammlung der Bretton Woods Institutionen hin festzustellen ist. Zum Teil erwecken indessen auch gewisse Tendenzen der Zahlungsbilanzentwicklung erhöhte Aufmerksamkeit.

Zwar scheint ein erster Blick auf die Gestaltung der Ertragsbilanzen der wichtigsten Industrieländer ein recht erfreuliches Bild der internationalen Zahlungsbilanzverhältnisse zu vermitteln. In den Vereinigten Staaten ist endlich wieder ein höherer Einnahmenüberschuß zu verzeichnen. Großbritannien wie auch Frankreich werden aller Wahrscheinlichkeit nach für 1970 ebenfalls einen leichten Aktivsaldo ausweisen können, während Kanadas Bilanz der laufenden Einnahmen ungefähr ausgeglichen schließen dürfte. Die chronisch hohen Einnahmenüberschüsse, welche Italien und die Bundesrepublik in den letzten Jahren erzielten, werden dieses Jahr kräftig zusammenschrumpfen. Alles in allem scheint so eine Annäherung an das seit langem angestrebte bessere Gleichgewicht der Zahlungsbilanzen eingetreten zu sein. Einzig Japan weicht von dieser Entwicklung ab, da es erneut einen höheren Ertragsbilanzüberschuß als im Vorjahr zu verzeichnen haben dürfte.

Bei näherer Betrachtung der Entwicklungstendenzen in einzelnen Ländern und unter Einbezug der Kapitalbewegungen erweist sich jedoch die internationale Zahlungsbilanz- und Währungssituation als differenzierter und in verschiedener Hinsicht nicht ganz befriedigend.

Die Handelsbilanz der *Vereinigten Staaten* ergab im ersten Semester 1970 einen Aktivsaldo von rund 1,4 Mrd. Dollar, verglichen mit einem Defizit von 125 Mio. Dollar im gleichen Zeitraum des Vorjahres und einem kleinen Einnahmenüberschuß von 638 Mio. Dollar im ganzen Jahr 1969. Auch die Ertragsbilanz, die im vergangenen Jahr mit einem Fehlbetrag von 885 Mio. Dollar abgeschlossen hatte, ist wieder aktiv geworden. Sie ergab im ersten Semester einen Aktivsaldo von etwa 250 Mio. Dollar. Für das ganze Jahr 1970 wird ein Einnahmenüberschuß in der laufenden Rechnung von rund 1 Mrd. Dollar erwartet. So erfreulich an sich dieser Umschwung ist, so muß doch festgestellt werden, daß er im Vergleich zu den Einnahmenüberschüssen der USA in früheren Jahren und gemessen am Aktivsaldo, den die Vereinigten Staaten erzielen sollten, um ihre einseitigen Übertragungen und Kapalexporte finanzieren zu können, sehr bescheiden ist. Dabei ist nicht zu übersehen, daß der Außenhandel der Vereinigten Staaten in letzter Zeit von den herrschenden Entwicklungstendenzen ausgesprochen begünstigt wurde. Einerseits verminderte die allgemeine Abschwächung der Nachfrage in den Vereinigten Staa-

ten den Importsog. Auf der anderen Seite sahen sich die amerikanischen Exporteure einem ausgeprägten Nachfrageüberhang in zahlreichen anderen Industrieländern gegenüber. Beide Tendenzen könnten sich indessen in absehbarer Zeit abschwächen. Die Aussichten auf eine substantielle Erholung der amerikanischen Handels- und Ertragsbilanz scheinen daher für die kommende Zeit eher wieder ungünstiger zu werden, sofern nicht die konjunkturelle Überhitzung und die inflatorische Kosten- und Preissteigerung in anderen wichtigen Industrieländern anhalten und zu einer Verbesserung der amerikanischen Wettbewerbsposition beitragen.

Bei den Kapitalbewegungen der Vereinigten Staaten mit der übrigen Welt ist eine weitgehende Umkehr der im Vorjahr verzeichneten Entwicklungstendenzen eingetreten. Namentlich im ersten Quartal sind die Aufnahmen von Eurodollars durch amerikanische Banken und Unternehmen stark zurückgegangen; zudem haben beträchtliche Rückzahlungen stattgefunden. Im zweiten Quartal hat sich dieser Trend wieder abgeschwächt. Desgleichen haben die Verkäufe amerikanischer Wertpapiere durch Ausländer, die im ersten Viertel des Jahres einen bedeutenden Umfang erreicht hatten, aufgehört. Insgesamt resultierte aus der Entwicklung der Ertragsbilanz und der Kapitalbewegungen in der ersten Jahreshälfte ein Zahlungsbilanzdefizit «on liquidity basis» von 2,8 Mrd. Dollar (Vorjahr: 5,6 Mrd. Dollar) und «on official settlements» ein solches von 4,6 Mrd. Dollar (Vorjahr: Aktivsaldo von 2,8 Mrd. Dollar). Im Gegensatz zum Vorjahr ist die Zahlungsbilanz somit in diesem Jahr nach beiden Berechnungsmethoden passiv geworden. Der Abzug von Dollars aus Europa und die damit verbundene Verminderung der Dollarreserven europäischer Notenbanken im vergangenen Jahr ist in den ersten Monaten 1970 wieder von einem Anstieg der offiziellen Dollarreserven abgelöst worden.

Die Zahlungsbilanz *Großbritanniens*, die während der ersten Monate des laufenden Jahres noch eine spektakuläre Erholung gezeigt hatte, wies in letzter Zeit einen sukzessiven Rückgang der monatlichen Aktivsaldo auf. Die Handelsbilanz, die vom April an mit einem von Monat zu Monat ansteigenden Fehlbetrag schloß, ergab im ersten Semester dieses Jahres einen geringfügigen Passivsaldo von rund 58 Mio. Pfund. Im Juli wurden die Außenhandelsergebnisse durch einen Generalstreik der britischen Dockarbeiter empfindlich beeinträchtigt. Auch die sukzessiven Arbeitsniederlegungen der letzten Wochen in der Automobilindustrie dürften sich nachteilig auf die Handelsbilanz auswirken. Die Ertragsbilanz blieb indessen dank des anhaltenden Einnahmenüberschusses bei den Dienstleistungen noch weiterhin aktiv. Allerdings schmolz der Aktivsaldo beträchtlich zusammen. Trotzdem rechnet die OECD für 1970 noch mit einem Ertragsbilanzüberschuß in der Größenordnung von rund einer Milliarde Dollar und einem Aktivsaldo der Gesamtzahlungsbilanz. Wie weit sich diese Erwartungen verwirklichen werden, dürfte in hohem Maße von den Entwicklungen in der britischen Wirtschaft, insbesondere im Lohnsektor, und den Maßnahmen der Regierung während der nächsten Monate abhängen.

Eine sehr erfreuliche Zahlungsbilanzlage hat *Frankreich* zu verzeichnen. Die französische Exportindustrie profitierte offensichtlich von der starken Nachfrageexpansion in ihren wichtigsten EWG-Partnerländern. Der Wert der Warenausfuhr nahm im ersten Semester 1970 gegenüber dem gleichen Zeitraum des Vorjahres um nicht weniger als 33% zu. Die Handelsbilanz schloß entsprechend mit einem Einnahmenüberschuß von rund 350 Mio. Dollar, die Ertragsbilanz mit einem solchen von rund 150 Mio. Dollar. Die Währungsreserven nahmen in den ersten sieben Monaten des Jahres ohne Berücksichtigung der Sonderziehungsrechte um rund 500 Mio. Dollar zu.

In der *Bundesrepublik Deutschland* ist der Einnahmenüberschuß der Handelsbilanz in den ersten sieben Monaten des Jahres trotz der Aufwertung im vergangenen Herbst und der beträchtlichen Lohnkostensteigerung sowie dem starken Nachfrageüberhang im Inland mit 8,3 Mrd. DM praktisch gleich hoch ausgefallen wie vor Jahresfrist. Dank starker Zunahme des Ausgabenüberschusses im Dienstleistungsverkehr und bei den einseitigen Übertragungen ging jedoch in dieser Zeit der Ertragsbilanzüberschuß von 3,2 Mrd. DM im Jahre 1969 auf 1,3 Mrd. DM 1970 zurück. Erstaunlich rasch hat sich der langfristige Nettokapitalexport, der im vergangenen Jahr einen Rekordbetrag erreichte, der neuen Ertragsbilanzsituation angepaßt. Die langfristige Kapitalausfuhr von privater Seite ging von 11 Mrd. DM im Vorjahr auf weniger als die Hälfte zurück. Trotzdem hätte die Zahlungsbilanz ein beträchtliches Defizit (4,2 Mrd. DM) ergeben, wären nicht gleichzeitig in großem Umfange kurzfristige Gelder aus dem Ausland zugeflossen. Angesichts der angespannten Verhältnisse am Geld- und Kapitalmarkt hat die deutsche Wirtschaft, nach den vorliegenden Zahlungsbilanzzahlen zu schließen, in bedeutendem Ausmaße ausländische Gelder in Anspruch genommen. Zum Teil waren daran die Banken beteiligt. In größerem Umfange scheinen jedoch die Mittelaufnahmen nicht über die Bilanzen der Banken gelaufen zu sein. Dieser Mittelzugang hatte jedenfalls zur Folge, daß die Gesamtzahlungsbilanz der Bundesrepublik in den ersten sieben Monaten des Jahres mit einem Aktivsaldo von 9,8 Mrd. DM (Vorjahr: 0,6 Mrd. DM) schloß. Im gleichen Ausmaß haben auch die Währungsreserven der Bundesbank (ohne Sonderziehungsrechtszuteilung) zugenommen. Die genannten Zahlen scheinen dafür zu sprechen, daß in den vergangenen Monaten, was die Nachfrage nach Eurogeldern anbetrifft, die Bundesrepublik in beträchtlichem Ausmaße an die Stelle der Vereinigten Staaten getreten ist. Dies würde darauf hindeuten, daß die Zinssätze am Euromarkt ohne die Nachfrage aus der Bundesrepublik stärker zurückgegangen wären als dies tatsächlich der Fall war.

Starke Produktionseinbußen und eine außerordentliche Nachfrageexpansion haben in *Italien* das Handelsbilanzdefizit in den ersten sieben Monaten von 1970 auf 644 Mrd. Lire anschwellen lassen, gegenüber nur 5 Mrd. im gleichen Zeitraum des Vorjahres. Während der Wert der Importe vom Januar bis Juli um rund 21% zunahm, stieg

der Wert der Exporte um 6,5%. Die Ertragsbilanz, die in der ersten Hälfte 1969 noch mit einem Aktivsaldo von rund 390 Mrd. Lire geschlossen hatte, ergab dieses Jahr ein Defizit von 345 Mrd. Lire. Trotzdem hat sich die Gesamtzahlungsbilanzlage in den letzten Monaten insofern gebessert, als die gegen den Kapitalabfluß getroffenen Maßnahmen der Notenbank sowie die Kapitalaufnahmen der öffentlichen Hand im Ausland zu einer spürbaren Erholung der Kapitalverkehrsbilanz führten. Ergab diese im ersten Semester 1969 ein Defizit von rund 950 Mrd. Lire, so betrug dieses in der ersten Hälfte dieses Jahres nur noch 14 Mrd. Lire. Der Fehlbetrag der Gesamtzahlungsbilanz erreichte im genannten Zeitraum damit rund 360 Mrd. Lire (Vorjahr: 560 Mrd.).

Die *japanischen* Behörden sind bemüht, die steigenden Einnahmenüberschüsse ihrer Ertragsbilanz durch Rückzahlung von Auslandskrediten und Förderung des Kapitalexportes an fernöstliche Absatzgebiete zu kompensieren. Sodann sind erste, recht zaghafte Schritte unternommen worden, um die bestehenden Einfuhr- und Devisenrestriktionen abzubauen.

An der grundlegenden Zahlungsbilanzsituation *Kanadas* hat sich mit der Freigabe des Wechselkurses kaum etwas geändert. Die Ertragsbilanz ist mehr oder weniger ausgeglichen. Eine stärkere Aufwertung des kanadischen Dollars würde die Wettbewerbsstellung der kanadischen Wirtschaft beeinträchtigen und wird daher als untragbar erachtet. Es erscheint daher wahrscheinlich, daß bei einer Rückkehr zu festen Wechselkursen die neue Parität nicht wesentlich von der früheren abweichen dürfte.

Beim Betrachten der jüngsten Entwicklungstendenzen im internationalen Währungsbereich ziehen einmal mehr die Zahlungsbilanzen der beiden Reservewährungen die besondere Aufmerksamkeit auf sich. Die Frage drängt sich auf, ob nach einer Phase der Entspannung, beziehungsweise Erholung, die Zahlungsbilanz- und Währungslage dieser beiden Länder neuerdings einer kritischen Entwicklung entgegengeht. Sollte dies zutreffen, so könnte die Diskussion über eine größere Flexibilität der Wechselkursanpassung vermehrte Aktualität erlangen. Die bisherigen Gespräche über dieses Thema im Rahmen der «Zehner-Gruppe» und des Internationalen Währungsfonds scheinen zu keinen konkreten Ergebnissen geführt zu haben. Die Meinungen über die Zweckmäßigkeit der vorgeschlagenen Lösungen sind offensichtlich nicht zuletzt unter den europäischen Industrieländern geteilt. Es ist daher an der bevorstehenden Jahresversammlung des Währungsfonds in Kopenhagen kaum mit irgendwelchen Beschlüssen zu rechnen, die eine Änderung der bisherigen Regelung bringen könnten. Neben dem Problem der weltweiten Kosten- und Preisinflation und ihrer Bekämpfung, das es in erster Linie zu lösen gilt, wird in nächster Zeit auch der Entwicklung der internationalen Zahlungsbilanz- und Währungsverhältnisse, die ja mit dem Inflationsproblem in engem Zusammenhang steht, besondere Beachtung zu schenken sein.

Die Konjunktorentwicklung in der Schweiz

Der Konjunkturaufschwung, der die schweizerische Wirtschaft seit dem letzten Jahr erfaßt hat, hielt in den vergangenen Monaten in unvermindertem Maße an. Die Auslandsnachfrage hat sich bisher nicht spürbar verlangsamt. Die kräftige Zunahme der industriellen Investitionstätigkeit, die gegen Ende des letzten Jahres einsetzte, hat sich eher noch verstärkt. Der Wohnungsbau läuft auf hohen Touren. Einzig die private Konsumnachfrage weist eine weiterhin relativ bescheidene Wachstumsrate auf. Gesamthaft ist eine unverkennbare Überbeanspruchung der Leistungskraft unserer Wirtschaft zu verzeichnen. Die Spannung zwischen Nachfrage und Angebot findet im überaus raschen Anwachsen der Importe, in der zunehmenden Austrocknung des Arbeitsmarktes und nicht zuletzt auch im beschleunigten Anstieg von Löhnen und Preisen ihren sichtbaren Ausdruck.

Die Expansion der Exporte dauert in kaum verändertem Tempo an. Wertmäßig hat die Warenausfuhr im Verlaufe der ersten sieben Monate um 13,6% (Vorjahr: 15,2%) zugenommen. Die stärksten Zuwachsraten weisen vor allem die Lieferungen nach jenen Ländern auf, deren Wirtschaft sich in einer Konjunkturhause befindet. Dies gilt insbesondere für die Exporte nach Italien, der Bundesrepublik Deutschland, den Niederlanden, Japan, Österreich und Schweden. Im übrigen sind aber auch die Exporte nach Großbritannien stark angestiegen, während die Verkäufe nach den Vereinigten Staaten sichtlich von der dort eingetretenen Nachfrageabschwächung beeinflußt worden sind. Als Folge dieser Entwicklung ist der Anteil Europas am schweizerischen Gesamtexport erneut angestiegen. Dies gilt sowohl für den EWG- als auch den EFTA-Bereich.

Nachdem sich bei den wichtigsten dieser Partnerländer vorerst kein rascher Abbau des Nachfrageüberhangs erkennen läßt, dürfte in nächster Zeit noch kaum mit einer nachhaltigen Abschwächung der von der Auslandsnachfrage ausgehenden Auftriebsimpulse zu rechnen sein. Wohl scheint sich nach den vorliegenden Informationen der Auftragseingang aus dem Ausland in letzter Zeit etwas verflacht zu haben. Dies betrifft jedoch im wesentlichen nur einzelne Branchen, wie die Textil-, die Bekleidungs- und einzelne Zweige der Nahrungs- und Genußmittelindustrie. Da im übrigen Bestellungseingang und Ablieferungen weitgehend Schritt halten, sind die Auftragsbestände weiterhin hoch.

Die soeben erwähnte Entwicklung beim Auftragseingang steht teilweise im Gegensatz zu den Exportziffern der ersten sieben Monate, weisen doch gerade die Lieferungen der Nahrungs- und Genußmittelindustrie mit 22% die stärksten Zuwachsraten auf vor der chemischen Industrie mit 14% und der Metallindustrie mit ebenfalls 14%.

Die seit Ende letzten Jahres verzeichnete außerordentlich starke Zunahme der Wareneinfuhr hat in den vergangenen Monaten in kaum vermindertem Rhythmus

angehalten. In der Zeit von Januar bis Juli 1970 haben die Importe wertmäßig um 28,1% (Vorjahr: 13,6%) zugenommen. Die stärkste Zuwachsrate (+47%) weisen die Bezüge von Investitionsgütern auf. Darin kommt die sehr intensive Investitionstätigkeit unserer Wirtschaft deutlich zum Ausdruck. An zweiter Stelle folgen Rohstoffe und Halbfabrikate (+30%), an dritter Konsumgüter (+19%) und an letzter Stelle (+8%) die sogenannten Energieträger. Zum Teil widerspiegelt sich in diesen Zuwachsraten auch die internationale Preissteigerung. Die Importpreise haben sich gemessen am Preisindex des Außenhandels in der ersten Jahreshälfte gegenüber dem Vorjahr um rund 8% erhöht. Der Index der Exportpreisentwicklung zeigt demgegenüber einen geringeren Anstieg.

Da die Einfuhr weiterhin wesentlich stärker zugenommen hat als die Ausfuhr, ist das Defizit der Handelsbilanz beträchtlich angestiegen. Es erreichte für die ersten sieben Monate des Jahres den Betrag von 3,5 Mrd. Franken und ist damit um 2 Mrd. Franken größer als im gleichen Zeitraum des vergangenen Jahres und um 0,8 Mrd. Franken höher als im ganzen Jahr 1969. Da sich der Entwicklungstrend unseres Außenhandels angesichts der herrschenden Konjunkturlage in den nächsten paar Monaten kaum noch wesentlich ändern dürfte, ist mit einem neuen Rekordfehlbetrag unserer Handelsbilanz (bisher 4,1 Mrd. Franken im Jahre 1964) in der Größenordnung von 5 bis 6 Mrd. Franken zu rechnen. Die Periode aktiver Ertragsbilanzen – für das vergangene Jahr wurde ein Aktivsaldo von 2270 Mio. Franken geschätzt –, die 1966 begann, dürfte in diesem Jahr ihr Ende finden.

Bemerkenswert erscheint, daß die inländische Konsumnachfrage, soweit dies aus den verfügbaren statistischen Unterlagen hervorgeht, vom allgemein beschleunigten Konjunkturhythmus bisher nicht erfaßt worden ist. Die Detailhandelsumsätze pro Verkaufstag erhöhten sich in der ersten Jahreshälfte um 7%, verglichen mit 7,1% in der entsprechenden Vorjahresperiode. Auch die Einfuhr von Konsumgütern (+19% in den ersten sieben Monaten 1970) hat sich im Vergleich zum Vorjahr (+16%) nicht wesentlich verstärkt. Ihre Zuwachsrate liegt bedeutend unter derjenigen der Investitionsgütereinfuhr. Angesichts der beschleunigten Einkommensentwicklung dürfte die mäßige Ausweitung der privaten Konsumnachfrage auf eine erhöhte Sparneigung hinweisen. Jedenfalls ist es positiv zu werten, daß die herrschenden Auftriebskräfte bisher nicht auch noch von dieser Seite verstärkt worden sind.

Kräftige Impulse gehen hingegen vom Investitionssektor aus. Nach einer Umfrage des Instituts für Wirtschaftsforschung ist die Investitionsneigung besonders in der Industrie, und zwar in den Branchen Chemie, Metalle, Uhren, Papier, Leder, Gummi und Kunststoffverarbeitung sowie im Baugewerbe sehr stark, während sie in der Textilindustrie und bei den Energieversorgungsbetrieben relativ schwach ist. In der beschleunigten Investitionstätigkeit kommt das Bemühen der Unternehmen der erwähnten Zweige zum Ausdruck, der unvermindert anhaltenden Nachfrageausweitung, nament-

lich aus dem Ausland, durch Steigerung der Produktion entsprechen zu können. Neben ausgesprochenen Rationalisierungsinvestitionen zur Einsparung von Arbeitskräften ist dabei immer mehr ein Trend zu Erweiterungsinvestitionen festzustellen. Die Zahl der industriellen Bauvorhaben erhöhte sich im zweiten Quartal 1970 gegenüber dem Vorjahr um 19,9% (2. Quartal 1969: + 2,6%). Dabei nahmen die Neu- und Erweiterungsbauten der Zahl nach um 15,5%, dem Raumvolumen nach sogar um 33,3% zu. Die starke Ausweitung der industriellen Bautätigkeit hat zusammen mit dem ebenfalls beträchtlich intensivierten Wohnungsbau zur Folge, daß die Kapazität des Baugewerbes den an sie gestellten Ansprüchen nicht mehr gewachsen ist. Die Fälle häufen sich, wo Bauten nicht termingerecht fertiggestellt werden. Die Bauzeiten ziehen sich in die Länge. Für beschleunigte Ausführung werden Prämien bezahlt.

Nach den Angaben des Instituts für Wirtschaftsforschung gehen die industriellen Investitionen Hand in Hand mit einer beträchtlichen Vermehrung der Zahl der Arbeitsplätze. Diese werden sich vielfach nur mit Leuten besetzen lassen, die anderen Wirtschaftszweigen entzogen werden. Es beschleunigt dies wohl die Strukturverschiebung zugunsten der rascher expandierenden wirtschaftlichen Sektoren, kann aber auch zu Lasten wesentlicher Teile der sogenannten Infrastruktur, insbesondere von Dienstleistungseinrichtungen, gehen, die für ein gesundes Wachstum der wirtschaftlichen und sozialen Gesamtstruktur unseres Landes unerlässlich sind. Insbesondere begünstigt sie eine unerwünschte Lohninflation.

Die industriellen und gewerblichen Bauinvestitionen stehen in Konkurrenz mit der Wohnbautätigkeit, die in diesem Jahr trotz der ungünstigen Witterungsverhältnisse ebenfalls auf hohen Touren läuft. Die Zahl der neu erstellten Wohnungen in den von der statistischen Erhebung erfaßten 65 Städten nahm während der ersten sieben Monate des Jahres um 12,1% gegenüber dem Vorjahr zu. Im gleichen Zeitraum erhöhte sich die Zahl der erteilten Wohnbaubewilligungen um 13,3%. Nach den Erhebungen des Delegierten für Konjunkturfragen übertreffen die für 1970 gemeldeten Bauvorhaben das Vorjahresbetreffnis um nicht weniger als 21%. Die Zunahme beträgt im öffentlichen Bau 17%, im Wohnungsbau 25% und im industriell-gewerblichen Bau 31%. Einer derartigen Nachfrageexpansion ist das Baugewerbe, dessen Produktionskapazität, wie geschätzt wird, im laufenden Jahr um höchstens bis zu 8% gesteigert werden kann, nicht gewachsen.

Angesichts dieser Verhältnisse ist eine weitere Steigerung der Wohnungsproduktion, die in letzter Zeit mit zunehmendem Nachdruck gefordert wird, nur möglich, wenn die Bautätigkeit in den anderen Sektoren, insbesondere im industriell-gewerblichen Bereich, reduziert wird. Die Förderung des Wohnungsbaus ist gegenwärtig nicht so sehr eine Frage vermehrter Finanzierungsmittel, als vielmehr eine Frage der vorhandenen Baukapazität. Mehr Wohnungen als bereits im Bau befindlich sind, können nicht erstellt werden durch bloßes

Zurverfügungstellen zusätzlicher Finanzierungsmittel, weil das Baugewerbe und die damit verbundenen Gewerbezweige ganz einfach nicht in der Lage sind, noch mehr Aufträge zu bewältigen. Stehen mehr Gelder für den Wohnungsbau zur Verfügung, so tritt die zusätzliche Nachfrage in Konkurrenz mit der bereits vorhandenen Nachfrage nach Wohn- wie auch nach industriellen, gewerblichen und öffentlichen Bauten. Die Folge ist, daß die Baukosten und die Preise für Bauland noch stärker in die Höhe getrieben werden. (Der Baukostenindex der Stadt Zürich zeigte im April dieses Jahres einen Anstieg gegenüber dem Vorjahr von 13,1%). Dies aber läuft dem Ziel, möglichst preisgünstige Wohnungen zu errichten, direkt zuwider. Das Problem, den Bau preiswerter Wohnungen zu intensivieren, läßt sich daher nicht so sehr durch Zurverfügungstellung zusätzlicher Finanzierungsmittel als vielmehr durch eine Verminderung der Baunachfrage in anderen Bereichen verwirklichen, wodurch Baukapazitäten für zusätzliche Wohnbauten freigesetzt werden könnten. Eine Abkühlung des Investitionsbooms ist daher nicht zuletzt auch aus diesem Grunde dringend erwünscht. In diesem Zusammenhang ist festzustellen, daß die sich besonders der Wohnbaufinanzierung widmenden Banken Ende August der Nationalbank gegenüber erklärten, daß sie auch weiterhin beabsichtigten, bei der Ausnützung ihrer Kreditzuwachsrate und der Verwendung der für Investitionsfinanzierungen verfügbaren Mittel dem Bau von Wohnungen mit preiswürdigen Mietzinsansätzen eine hohe Priorität einzuräumen. Allerdings ist festzustellen, daß der Zufluß von für solche Zwecke verwendbaren Geldern sich verringert hat.

Daß die Steigerung der industriellen und gewerblichen Investitionen angesichts des herrschenden Arbeitskräftemangels die Leistungsfähigkeit der Wirtschaft nur in begrenztem Maße erhöht, geht aus der Entwicklung der industriellen Produktionsergebnisse hervor. Die Wachstumsrate der industriellen Produktion hat sich im laufenden Jahr deutlich verlangsamt. Im ersten Quartal 1970 war ein Zuwachs von 6,6%, verglichen mit 9% im ganzen Jahr 1969, zu verzeichnen. Nach den bisher vorliegenden Angaben dürfte die Produktionszunahme auch im zweiten Vierteljahr beträchtlich unter jener des Vorjahres (11%) geblieben sein.

Ein Blick auf die Entwicklung der Preise zeigt, daß sich der Anstieg der Großhandelspreise verlangsamt, jener der Konsumentenpreise hingegen beschleunigt hat. Der Großhandelspreisindex, der im März die stärkste Zunahme gegenüber dem Vorjahr (5,9%) verzeichnet hatte, erhöhte sich in den letzten Monaten sukzessive etwas weniger. Im Juli betrug die Teuerungsrate 4,2%, wobei der Anstieg 5,7% bei Importwaren und 3,7% bei den Inlandwaren betrug. Die Verlangsamung des Preisauftriebes ist vornehmlich der Entwicklung der Importpreise zuzuschreiben.

Beim Index der Konsumentenpreise verlief die Entwicklung in entgegengesetzter Richtung. Die geringste Teuerungsrate im Vergleich zum entsprechenden Vorjahresmonat wurde im Februar mit 2,1% verzeichnet. Sie

stieg in den folgenden Monaten unentwegt und erreichte im August 4,0%. Die Erhöhung ist durch die Verteuerung von Konsumgütern und Heizöl sowie den Anstieg der Mietpreise bedingt. Der Auftrieb der Konsumentenpreise dürfte in den kommenden Monaten leider wohl kaum nachlassen. So ist angesichts der stark gestiegenen Baukosten insbesondere mit einer weiteren Erhöhung der Neuwohnungsmieten und damit des Mietpreisindex im November zu rechnen. Ferner hat die Landwirtschaft zur Deckung der gestiegenen Kosten neue Preiserhöhungen für landwirtschaftliche Erzeugnisse, namentlich auch für Milch, verlangt.

Die gespannte Arbeitsmarktlage kommt in der Lohnentwicklung spürbar zum Ausdruck. Die Lohnsätze in Industrie und Baugewerbe stiegen im Laufe der ersten Jahreshälfte um 4,5%. Es ist dies die stärkste Lohnsteigerung, die bisher seit dem letzten Weltkrieg innerhalb eines halben Jahres verzeichnet worden ist. Daß die steigenden Löhne in der Industrie und im Baugewerbe die übrigen Zweige der Wirtschaft und nicht zuletzt auch die öffentliche Hand zu namhaften Lohnanpassungen zwingen, zeigt die Empfehlung der Ständerätlichen Kommission, dem Bundespersonal eine Reallohnerhöhung von 4% rückwirkend ab 1. Juli 1970 zu gewähren.

Die Lage am schweizerischen Geld- und Kapitalmarkt

Die Anspannung, die gegen die Jahresmitte hin am schweizerischen Geld- und Kapitalmarkt zu verzeichnen war, hat sich seit Ende Juli merklich gelockert. Das Gefälle zwischen dem inländischen und dem ausländischen Zinsniveau hat sich weiter verringert. Die inländischen Zinssätze im mittel- und langfristigen Bereich sind etwas angestiegen, während die internationalen Sätze sich weitgehend stabilisiert haben, ja für kurzfristige Gelder leicht rückläufig waren. Kurzfristige Anlagen am Euromarkt haben damit an Anziehungskraft verloren. Der Abfluß schweizerischer Gelder zwecks Anlage am Euromarkt dürfte daher nachgelassen haben.

Die Entspannung am Kapitalmarkt scheint indessen auch psychologischer Natur zu sein. In der ersten Jahreshälfte hatte der steigende Zinstrend offenbar zahlreiche Investoren zu einer abwartenden Haltung gegenüber Anlagen in schweizerischen Werten veranlaßt. Nachdem jedoch die inländischen Zinskonditionen kurz vor der Sommerpause erneut angepaßt worden sind – sie sind allerdings in letzter Zeit für die Gläubiger wieder etwas ungünstiger geworden – und namentlich auch die Zinsentwicklung im Ausland nicht mehr aufwärts verläuft, wird offenbar das derzeitige Zinsniveau im Vergleich mit dem Ausland wieder als marktkonform erachtet.

Das Notenbankgeldvolumen ist bisher durch Zufluß ausländischer Gelder, beziehungsweise durch Repatriierungen schweizerischer Auslandsanlagen, noch nicht in wesentlichem Umfang ausgeweitet worden. Den

Halbjahresultimo finanzierten die Banken ausschließlich durch den Abschluß von Devisen-Swaps (rund 2,1 Mrd. Franken) mit der Nationalbank und Inanspruchnahme des Notenbankkredits (858 Mio. Franken). Erst Ende Juli erhöhten die Banken ihre Kassenhaltung durch definitive Abtretung von Dollars im Gegenwert von 515 Mio. Franken an die Nationalbank. Im Gegensatz zum Vorjahr griffen sie sowohl Ende Juli (95 Mio. Franken) als auch Ende August (94 Mio. Franken) nur in sehr geringem Umfang auf den Kredit des Noteninstituts zurück. Die Giro Guthaben der Banken und der Wirtschaft lagen an diesen beiden Monatsenden um jeweils gegen 600 Mio. Franken über dem entsprechenden Vorjahresstand.

Die Ausweitung der Bankbilanzen hat sich im zweiten Quartal dieses Jahres deutlich verlangsamt. Die Bilanzsumme der 72 monatlich statistisch erfaßten Banken wies in diesem Zeitraum eine Zunahme von 3,1 Mrd. Franken oder 2,3% auf, verglichen mit 5,5 Mrd. Franken oder 4,1% im vorangegangenen Vierteljahr. Die Abschwächung im Expansionsrhythmus ist zum Teil bedingt durch die Entwicklung bei den Großbanken, die im Hinblick auf die ihnen zur Verfügung stehenden Kreditzuwachsraten bei der Gewährung inländischer Kredite kräftig bremsen mußten. Im übrigen scheint die geringere Zunahme der Bilanzsummen der Großbanken aber auf Änderungen der bisher angewandten Buchungsmethoden zurückzuführen zu sein. Die Zunahme der ausländischen Verbindlichkeiten hat auch im zweiten Quartal 1970 in unvermindertem Maße (+ rund 2,7 Mrd. Franken) angehalten, so daß von dieser Seite her keine Tendenz zu einer verlangsamten Bilanzausweitung festzustellen ist. Der Zufluß mittelfristiger Kundengelder in Form von Spareinlagen und Kassenobligationen verlief weiterhin schleppend (Zunahme im 2. Quartal 1970 362 Mio. Franken gegen 649 Mio. Franken im gleichen Zeitraum des Vorjahres).

Die Zunahme der im Inland verwendeten Bankkredite, die seit dem 1. August 1969 einer Begrenzung unterliegt, hat sich im zweiten Quartal 1970 deutlich vermindert. Betrag der Zuwachs im zweiten Jahresviertel 1969 2,5 Mrd. Franken, so erreichte er im gleichen Zeitraum des laufenden Jahres noch 1,8 Mrd. Franken.

Die Meldungen der 142 Banken mit einer Bilanzsumme von 100 Mio. Franken und mehr zeigen per 31. Juli 1970, daß die vereinbarte Zuwachsrate unter Berücksichtigung der ab 1. Februar 1970 beschlossenen Kürzung gesamthaft eingehalten werden konnte. Die effektive Kreditzuwachsrate aller dieser Banken liegt um eine kleine Spur unter der als zulässig vereinbarten Zuwachsrate. Im einzelnen zeigen sich jedoch in bezug auf den Erfolg, die vorgegebenen Kreditzuwachsquoten einzuhalten, sowohl zwischen den Bankengruppen als auch vor allem zwischen den einzelnen Instituten innerhalb der Bankengruppen beträchtliche Unterschiede.

Die Lage am Kapitalmarkt hat sich nach der üblichen Sommerpause merklich entspannt. Die Nettobeanspruchung des Marktes durch öffentliche Emissionen war während der ersten acht Monate dieses Jahres (2203 Mio.

Franken) um 267 Mio. Franken geringer als im gleichen Zeitraum des Vorjahres. Dies ist bedingt durch einen Rückgang der Beanspruchung mit inländischen Aktien- (-162 Mio. Franken) und ausländischen Anleihsmissionen (-284 Mio. Franken), während durch inländische Anleihsobligationen 203 Mio. Franken mehr Mittel vom Markte aufgenommen worden sind als vor Jahresfrist. Nachdem im Juni wie auch im Juli einzelne Emissionen nicht voll gezeichnet worden waren, konnten nach der vom 25. Juli bis 10. August dauernden Sommerpause alle Neubegebungen erfolgreich placiert werden. Bereits im Juni hatten zwei Großbanken den Zinssatz ihrer am Markt aufgelegten Anleihsobligationen auf $6\frac{1}{4}\%$ erhöht, einen Satz, den in der Folge auch Kantonalbanken und Kantone bei ihren Emissionen anwandten. Bei lebhafter Emissionstätigkeit stiegen die vorbörslichen Notierungen der neuen Ausgaben im August leicht über den Emissionskurs.

In bezug auf die Zinsentwicklung ist festzustellen, daß bei den kurzfristigen Sätzen in den letzten Monaten keine Änderungen von Bedeutung zu verzeichnen sind. Die

mittel- und längerfristigen Sätze, die aus den bekannten Gründen hinter dem allgemeinen Zinstrend nachhinken, sind hingegen wiederum leicht angestiegen. Der durchschnittliche Satz für Spareinlagen von 12 Kantonalbanken war Ende Juli mit $3,94\%$ um $\frac{1}{4}\%$ höher als vor Jahresfrist. Das gleiche gilt für den Kassenobligationensatz mit $5,38\%$ und die durchschnittlichen Sätze für erste Hypotheken ($5,0\%$ für alte und $5,27\%$ für neue im allgemeinen Wohnungsbau, beziehungsweise $5,22\%$ in der Landwirtschaft). Im Einvernehmen mit der Nationalbank wurde Ende August von einer großen Anzahl Banken auf den 14. September 1970 eine weitere Erhöhung der Kassenobligationensätze um $\frac{1}{4}\%$ in Aussicht genommen. (Groß- und Kantonalbanken $5\frac{1}{2}\%$, Lokalbanken, Sparkassen und Übrige Banken $5\frac{3}{4}\%$ für Laufzeiten von 3 bis 4 Jahren, beziehungsweise Groß- und Kantonalbanken $5\frac{3}{4}\%$ und die anderen Banken 6% für Laufzeiten von 5 und mehr Jahren.) Die Rendite der Bundesobligationen, die im Juli zeitweise auf über 6% angestiegen war, ist in letzter Zeit entsprechend den entspannteren Marktverhältnissen etwas zurückgegangen. Sie bewegt sich gegenwärtig etwas unter $5,9\%$.

2. Teil

Aus der reichen Fülle der uns gegenwärtig beschäftigenden Probleme seien nur zwei herausgegriffen.

Das erste betrifft die komplexe Materie der vom Bundesrat vorgeschlagenen Änderung der Kompetenzordnung für die Fixierung der Währungsparität und das zweite die Zinsentwicklung.

A. Zur Revision des Münzgesetzes

1. Warum wird eine Änderung der Kompetenzordnung vorgeschlagen?

Die schwerfällige, aus dem Jahre 1952 stammende Kompetenzordnung, die eine Paritätsänderung sogar dem fakultativen Referendum unterstellt, entbehrte zu jener Zeit nicht eines tieferen Sinnes. Der Umfang der Geldschöpfung war noch an das Gold gebunden, das wegen seiner Knappheit vor übermäßiger Inflation schützte. Die möglichst lange Aufrechterhaltung der gleichen Goldparität galt als Ausdruck einer erfolgreichen Inflationsbekämpfung. Die gegen eine Paritätsänderung errichteten Hindernisse waren deshalb als Auftrag an die Währungsbehörden zu betrachten, die Inflation zu bekämpfen.

Im Laufe unseres Jahrhunderts nahm die Güterproduktion sehr viel rascher zu als die Goldmenge. Um deflatorische Konsequenzen zu vermeiden, wurden Methoden entwickelt, die das Gold «strecken». Auf nationaler Ebene wurden Goldmünzen durch Banknoten ersetzt, die nicht voll, aber doch in einem bestimmten Umfang durch Gold gedeckt sein mußten.

Auf internationaler Ebene wurde das Gold sukzessive durch Golddevisen ergänzt. Als maßgebliche Golddevisen galt jeweils die in Gold konvertierbare Währung des wirtschaftlich stärksten Landes.

Das Funktionieren eines solchen Systems setzt voraus, daß das wirtschaftlich stärkste Land jederzeit in der Lage ist, Goldkonversionsbegehren der Währungsbehörden der übrigen Länder zu erfüllen. Es muß daher nicht nur über eine bedeutende Goldreserve verfügen, sondern zudem bei übermäßigen Goldverlusten fähig sein, den Goldabfluß durch eine deflatorische Wirtschafts- und Währungspolitik zu stoppen. Obwohl das knappe Gold auch für den internationalen Gebrauch «gestreckt» wurde, übte es also auch hier immer noch einen inflationshemmenden Einfluß aus.

Solange die Goldknappheit vor übermäßiger Inflationsgefahr bewahrte, erschienen Aufwertungen gegenüber dem Gold praktisch sinnlos. Paritätsänderungen kamen nur im Sinne der Abwertung in Frage.

Die Schöpfer des Münzgesetzes von 1952 waren sich bewußt, daß nur die schweizerische Währung seit ihrem

Bestehen lediglich einmal abgewertet worden ist und ihr dies ein besonderes Prestige verleiht. Die Schwerfälligkeit des bei einer Paritätsänderung zu befolgenden Verfahrens sollte mithelfen, die Fortführung dieser Politik zu sichern.

Rein rechtlich betrachtet, hat sich das internationale Währungssystem seit anfangs der fünfziger Jahre nicht grundlegend verändert. Die Währungsparitäten sind wie damals immer noch im Gold verankert. Die funktionelle Bedeutung des Goldes innerhalb des internationalen Währungssystems ist aber nicht mehr dieselbe; insbesondere hat es inzwischen seinen inflationshemmenden Einfluß weitgehend verloren.

Für den Zahlungsbilanzausgleich, für Reservezwecke und damit als Grundlage für die Geldschöpfung ist das Gold immer mehr durch den Dollar ersetzt worden, und zwar durch einen Dollar, der sich sukzessive der inflationshemmenden Golddisziplin entzog.

Im Laufe des letzten Jahrzehnts erreichten die amerikanischen Zahlungsbilanzdefizite und die der Welt daraus anfallenden Dollardisponibilitäten ein Ausmaß, das in den Industrieländern inflatorische Auftriebenden begünstigte und nicht ohne Störung der Geldversorgung absorbiert werden konnte. Bis Mitte der sechziger Jahre versuchten zwar eine Reihe von Notenbanken diese Entwicklung aufzuhalten, indem sie in großem Umfang Dollars in Gold konvertierten. Nach den Spielregeln des damaligen Währungsregimes hätten die Vereinigten Staaten dem Goldschwind durch deflatorische, das Zahlungsbilanzdefizit stark vermindern Maßnahmen begegnen müssen. Sie zeigten sich aber aus binnenwirtschaftlichen Gründen außerstande, dies in genügendem Ausmaße zu tun.

Die großen Aufwendungen der Vereinigten Staaten zum Schutze der freien Welt, die bedeutenden amerikanischen Direktinvestitionen im Ausland und in den allerletzten Jahren eine konjunkturelle Überhitzung mit stark inflatorischem Einschlag haben wesentlich zu diesem Mißerfolg beigetragen.

Die Notenbanken mußten einsehen, daß weitere massive Goldabzüge kein besseres Zahlungsbilanzgleichgewicht der USA zu erzwingen vermochten. Die Möglichkeit, daß sich die amerikanischen Behörden veranlaßt sehen könnten, die Goldabgaben ganz einzustellen, konnte nicht außer acht gelassen werden. Da den Notenbanken eine solche Entwicklung unerwünscht erschien, verzichteten sie auf weitere größere Goldkonversionen. Sie hofften, daß es den USA in absehbarer Zeit schließlich gelingen möge, ihr Zahlungsbilanzdefizit auf einen tragbaren Umfang zu reduzieren, und waren bestrebt, das Regime der Goldkonvertibilität in diese bessere Zukunft hinüberzueretten.

Diese Zurückhaltung gestattet es, das Golddevisenregime formell aufrechtzuerhalten, materiell, das heißt bezüglich seiner ökonomischen Wirkungen, kommt es aber einem nicht mehr der Golddisziplin unterliegenden

Dollarstandard gleich. Seit dem Bestehen dieses de facto-Dollarstandards hat sich das amerikanische Zahlungsbilanzdefizit weiter vergrößert, und die der Welt daraus angefallenen Dollardisponibilitäten haben den internationalen Spielraum für inflatorische Entwicklungen ausgeweitet.

Die amerikanischen Behörden haben zwar Anstrengungen zur Inflationsbekämpfung unternommen, soweit dies mit Rücksicht auf die internen wirtschaftlichen, sozialen und politischen Verhältnisse möglich war. In den letzten zweieinhalb Jahren lag der Akzent dieser Bemühungen auf einer restriktiven Geldpolitik. Sie veranlaßte die amerikanischen Banken und Großfirmen, einen wesentlichen Teil der Dollardisponibilitäten von der übrigen Welt zu hohen Zinssätzen zurückzuborgen. Solche Dollardisponibilitäten zirkulierten bisher zur Hauptsache außerhalb der Notenbanken. Trotzdem haben auch sie dazu beigetragen, den Inflationsspielraum zu erweitern.

Für die nichtamerikanischen Gläubigerbanken eignen sich diese Dollaranlagen praktisch ebensogut als Grundlage für die Ausweitung ihres Kreditvolumens wie eigentliche Kassamittel. Wenn zusätzliche Kredite zu Barabhebungen und damit zu einem zusätzlichen Bedarf an Kassa führen, so können kurzfristige Dollaranlagen liquidiert und bei der Zentralbank in Bargeld umgewandelt werden.

II. Über die beschränkten Möglichkeiten für erfolgreiche Aufwertungen

Zweck dieser Ausführungen war, zu zeigen, wie die knappen und daher inflationshemmenden Goldreserven als Währungsgrundlage immer mehr durch den reichlich vorhandenen Dollar ersetzt wurden. Aus ihnen geht auch hervor, daß das dauernde Festhalten an der gleichen Goldparität nicht mehr einen besonderen Inflationsschutz beinhaltet. Gesetzliche Regelungen, die Paritätsänderungen fast verunmöglichen, zwingen nicht mehr im gleichen Maße wie früher zur Inflationsbekämpfung. Sie können sich unter Umständen sogar in gegenteiliger Richtung auswirken.

Es erscheint daher empfehlenswert, solche Regelungen fallenzulassen und sie durch eine flexiblere Ordnung zu ersetzen, wie sie auch in den meisten andern Ländern üblich ist.

Die Überlegungen, die den Bundesrat veranlaßt haben, dem Parlament vorzuschlagen, die schweizerische Kompetenzordnung den im Ausland vorherrschenden Verhältnissen anzupassen, sind also grundsätzlicher Art. Es wäre falsch, dahinter konkrete Aufwertungspläne zu wittern.

Die starke Auslandverflechtung unserer Wirtschaft wird in währungspolitischen Belangen stets zu großer Vorsicht zwingen. Die konservative Gesinnung unserer

Bevölkerung ist eine weitere Garantie dafür, daß im Zweifelsfalle am Bestehenden festgehalten wird.

Man erwartet, daß die Schweiz nach wie vor bestrebt sein werde, übermäßige innere Inflationsauftriebskräfte so weit wie möglich zu bekämpfen, und daß daher höchstens eine Paritätsänderung im Sinne der Aufwertung in Frage komme. Von da bis zum Gedanken, es könnte eine solche bevorstehen, ist in einer starken Inflationseinflüssen unterliegenden Welt allerdings nur ein kleiner Schritt.

Nachdem die Schweiz auch im letzten Herbst eine Aufwertung abgelehnt hatte, ist für absehbare Zeit keine derartige Handlung zu erwarten.

Auch bei uns ist eine kräftige Kostenhause im Gange. Es ist höchst unwahrscheinlich, daß sie so wesentlich hinter derjenigen in anderen währungsstarken Ländern zurückbleiben werde und daraus ein fundamentales Ungleichgewicht zu unsern Gunsten entstehen könnte. Man darf sich auch nicht davon täuschen lassen, daß sich bei uns das wirkliche Ausmaß des Kostenauftriebes nur mit Verzögerung in einem Anstieg des Lebenskostenindex niederschlägt; er dauert dafür um so länger über die Konjunkturwende hinaus an.

Ich habe das Wort «fundamentales Ungleichgewicht» verwendet, weil Bundesrat und Nationalbank nach wie vor der Meinung sind, daß sich Paritätsänderungen nur beim Vorhandensein eines fundamentalen Ungleichgewichtes rechtfertigen.

Eine solche Situation könnte sich für unser Land noch am ehesten dann ergeben, wenn eine ganze Gruppe für uns wichtiger Lieferanten-, Abnehmer- und Konkurrenzländer, denen wir bezüglich Konkurrenzfähigkeit nicht nachstünden, gleichzeitig aufwerten würde. Da eine derartige Aufwertung praktisch einer partiellen indirekten Abwertung des Frankens gleichkäme, könnten wir uns vor die Wahl gestellt sehen, entweder deren inflationsstimulierende Wirkung über uns ergehen zu lassen oder zu versuchen, uns durch ein Mitziehen vor solchen Folgen zu schützen.

Ein solcher Fall ist indessen bei genauerer Analyse der Verhältnisse für absehbare Zeit kaum aktuell. Es ist ziemlich sicher, daß sich die Hochkonjunktur bereits in ihrer Spätphase befindet. Eine solche Spätphase ist aber für eine Aufwertung denkbar ungeeignet; sie würde für das betreffende Land das Rezessionsrisiko beträchtlich erhöhen. Unter diesen Umständen erscheint es auch ausgeschlossen, eine ganze Gruppe von Ländern zum Mitmachen zu veranlassen.

Konstellationen, die eine stabilitätspolitisch erfolgreiche Aufwertung gestatten, präsentieren sich eher selten. Sie dürften noch am ehesten dann eintreten, wenn möglichst alle Länder mit überdurchschnittlicher Konkurrenzfähigkeit sich zu einem aufeinander abgestimmten gleichzeitigen Vorgehen entschließen. Dann werden

nämlich die bei der nachfolgenden Beschreibung der Nachteile einer Einzelaufwertung geschilderten Gefahren weitgehend eliminiert. Eine Gruppenübereinkunft läßt sich aber nur schwer erzielen.

Es wird oft übersehen, daß eine isolierte Aufwertung eines einzelnen Landes die im Aufwertungszeitpunkt vermutlich bereits vorhandene stärkere internationale Inflationsneigung noch fördert, was alsdann den internationalen Nachfrageüberhang vergrößert. Dieser verstärkt auch wieder die Nachfrage nach Gütern des aufwertenden Landes, das dann trotz der Aufwertung wieder vom stabilitätsgefährdenden internationalen Auftriebswirbel erfaßt wird.

Es dürfte sich lohnen, diese Zusammenhänge etwas zu vertiefen, da sie auch den bisherigen stabilitätspolitischen Mißerfolg der deutschen Aufwertung mindestens teilweise zu erklären vermögen.

Eine Aufwertung setzt normalerweise eine deutlich überdurchschnittliche Wettbewerbsfähigkeit des betreffenden Landes voraus. Ferner muß sich die Konjunktur international in einer Aufstiegsphase befinden. Mit der Aufwertung soll die eigene Konkurrenzfähigkeit vermindert, das heißt der Export gebremst und der Import stimuliert werden. Das aufwertende Land beabsichtigt, das ausländische Nachfragevolumen vermehrt auf ausländische Lieferquellen zu verweisen und diese Lieferquellen zudem zur Befriedigung seiner eigenen Nachfrage stärker anzupapfen. Mit anderen Worten, es wird versucht, sowohl den von außen kommenden als auch den eigenen Nachfrageüberhang auf das Ausland abzulenken und abzuwälzen.

Da zu diesem Zeitpunkt bereits ein gewisser internationaler Nachfrageüberhang vorhanden ist, ist es fraglich, ob eine solche Ablenkung und Abwälzung gelingen wird. Es ist nämlich zu befürchten, daß die internationale Nachfrage im Verlaufe des Konjunkturaufstieges von den andern Lieferquellen nicht voll befriedigt werden kann, so daß sukzessive die aufwertungsbedingten Preiserhöhungen akzeptiert und diese höheren Preise in vielen Sektoren sogar zur internationalen Norm werden.

Man muß sich vor Augen halten, daß der Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit des aufwertenden Landes eine Verbesserung derjenigen der nichtaufwertenden Liefer- und Konkurrenzländer gegenübersteht.

Dies zeigt sich besonders deutlich in Ländern, die vorher schon überdurchschnittlich konkurrenzfähig waren. Die verstärkte Nachfrage gestattet; in den besonders begünstigten Sektoren höhere Preise und vorübergehend auch höhere Gewinne zu erzielen. Die Kostenhaushalte läßt nicht auf sich warten, denn die wegen Expansion der Betriebe sich immer mehr verknappende Arbeitskraft vermag höhere Löhne durchzusetzen. Das steigende Masseneinkommen beschleunigt erst recht den Nachfrageauftrieb. Je mehr Länder davon erfaßt werden, desto mehr erweitert sich der internationale Spielraum für die Preis-Lohn-Spirale.

Aber auch in Ländern, die vorher unterdurchschnittlich konkurrenzfähig waren, wird sukzessive die Wettbewerbskraft verbessert. Der bisherige Zwang zur Dämpfung des inneren Kosten- und Nachfrageauftriebes wird mit dem Wachsen des internationalen Nachfrageüberhanges immer geringer.

Die Vergrößerung des internationalen Nachfrageüberhanges und die damit verbundene Preishausse ziehen auch das Land, das im Einzelgang aufgewertet hatte, von neuem in den gerade durch seine Aufwertung verstärkten Nachfrage- und Preishausse-Sog, so daß das Stabilisierungsziel nicht erreicht werden kann.

Oft wird behauptet, eine mißglückte Einzelaufwertung hätte erfolgreicher verlaufen können, wenn sie früher durchgeführt worden wäre. Man darf wohl annehmen, daß in der Frühphase des Konjunkturaufschwunges in den übrigen wettbewerbsstarken Ländern noch unausgenützte Reserven an Produktionskapazität vorhanden sind. Es ist daher nicht unwahrscheinlich, daß die aufwertungsbegünstigten Unternehmungen dieser Länder ihre Preise so lange nicht wesentlich erhöhen, als ihre Produktionskapazität noch nicht optimal ausgenützt ist. Dadurch würde die aufwertungsbedingte Inflationsbeschleunigung mindestens verzögert. Wenn während dieser Zeit im aufwertenden Land eine konjunkturelle Beruhigung eintritt, die den internationalen Konjunkturverlauf definitiv zu mildern vermöchte, so könnte die Aufwertung zu einem Stabilitätserfolg führen. Tritt aber diese Beruhigung nicht ein, so ist eher damit zu rechnen, daß sich die in den vorangegangenen Abschnitten geschilderte zusätzliche Inflationsverstärkung und die damit verbundene Rückwirkung auf das aufwertende Land schließlich doch noch durchsetzen.

Ob eine isolierte Aufwertung in einer Frühphase des Konjunkturaufschwunges wesentlich bessere Erfolgchancen hat, steht also kaum zum vornherein fest, und ob eine solche politisch durchsetzbar wäre, ist ebenfalls fraglich.

Die bisherigen Ausführungen gingen davon aus, daß ein für den internationalen Wirtschaftsverkehr bedeutendes Land aufwertet. Die Aufwertung eines Landes von wesentlich bescheidenerer weltwirtschaftlicher Bedeutung würde die internationale Inflation weit weniger stimulieren. Kleine Länder werden es aber wohl nur selten wagen, im Einzelgang aufzuwerten, da die damit verbundenen Ungewißheiten für sie zu gewichtig erscheinen.

Zweck dieser Ausführungen war, zu zeigen, daß trotz den unstabiler gewordenen Währungsverhältnissen Paritätsänderungen im Sinne von Aufwertungen nur bei Vorliegen ganz besonderer Verhältnisse zur Förderung der Preisstabilität beitragen und daher nur mit großer Zurückhaltung von ihnen Gebrauch gemacht werden sollte. Insbesondere sei nochmals betont, daß eine Aufwertung des Frankens «nicht in der Luft liegt».

B. Zur Zinsentwicklung

Seit längerer Zeit war im Inland ein fast ununterbrochener Anstieg der Zinssätze zu beobachten. Er stand unter dem Einfluß der Anziehungskraft des Eurogeldmarktes und ging über das durch die interne Konjunktur-entwicklung bedingte Maß hinaus.

Zwischen dem Inland und dem Eurogeldmarkt blieb aber ein deutliches Zinsgefälle aufrechterhalten. Es bildet eine wichtige Voraussetzung für einen wirksamen Einsatz unserer antiinflationistischen Kreditpolitik, denn die Einebnung des Zinsgefälles könnte zu einem Rückstrom von seit längerer Zeit auf dem Eurogeldmarkt akkumulierten schweizerischen Mitteln führen. Gerade, um eine Angleichung der Zinssätze möglichst lange zu verzögern, wurde auf die Einberufung von Mindestguthaben verzichtet und der Akzent auf die eher zinsauftriebsdämpfende Kreditzuwachsbeschränkung gelegt. Die Kreditzuwachsbeschränkung kann aber ihrerseits nur so lange befriedigend funktionieren, als das Zinsgefälle massive Repatriierungen verhindert.

Die Höhe des Zinsgefälles wird beeinflusst durch das in den Kurssicherungskosten zum Ausdruck kommende Sicherheitsgefälle zwischen dem Schweizerfranken und dem Dollar und durch die vielschichtigen «Struktur- und Trägheitsfaktoren», die einer raschen Angleichung des inländischen an das ausländische Zinsniveau entgegenwirken.

Ein Sicherheitsgefälle zugunsten des Frankens hilft zwar, unser Zinsniveau tiefer zu halten als das Eurodollarszinnsniveau, es schützt aber kaum vor Repatriierungen. Wenn die Größe des in den Kurssicherungskosten zum Ausdruck kommenden Sicherheitsgefälles identisch ist mit der Größe des Zinsgefälles, so fällt der Renditenunterschied zwischen kursgesicherten Auslandsanlagen und den Anlagen im Inland dahin, so daß zinsmäßig Auslandsanlagen nicht attraktiv sind, es sei denn, der Anleger verzichte auf eine Kurssicherung. Nur solange das Zinsgefälle dank den vielschichtigen «Struktur- und Trägheitsfaktoren» größer ist als das Sicherheitsgefälle, vermag es Repatriierungen entgegenzuwirken.

Seit einiger Zeit weisen die Zinssätze auf dem Eurodollarmarkt als Folge der Lockerung der amerikanischen Geldpolitik eine überwiegend sinkende Tendenz auf. Sie bewegen sich gegenwärtig zwischen 8 und 8½%. Umgekehrt haben sich bis vor kurzem die maßgeblichen inländischen Sätze schrittweise erhöht. Es besteht allerdings noch ein deutlicher Abstand zum Zinsniveau des Eurodollarmarktes.

In den letzten Wochen sind aber auch die Kurssicherungskosten gestiegen. Diese Erhöhung ist fast so groß wie der bisherige retardierende Einfluß der «Struktur- und Trägheitsfaktoren». Mit andern Worten, der Zinsertrag für kursgesicherte kurzfristige Euromarktanlagen ist in den Bereich der Sätze gerückt, die für Anlagen in inländischen Obligationen erzielt werden können. Da

auf dem kurzfristigen Eurogeldmarkt auch in größerem Umfange langfristige schweizerische Mittel angelegt sind, beginnt sich ein gewisser Anreiz zur Repatriierung solcher Mittel abzuzeichnen.

Dies dürfte erklären, warum die Rendite der Bundesobligationen seit Ende Juni eine leicht sinkende Tendenz aufweist und die neuen Anleiheemissionen trotz etwas geringerer Rendite einen ausgezeichneten Erfolg zeitigten.

Das künftige Ausmaß und die Zeitdauer dieser Entwicklung sind nicht leicht zu beurteilen. Die weitere Entwicklung ist in erster Linie abhängig von den künftigen Zinssätzen auf dem Eurodollarmarkt und der Höhe des sich in den Kurssicherungskosten ausdrückenden Sicherheitsgefälles.

Ein weiteres langsames und mäßiges Sinken der Zinssätze ist nicht unwahrscheinlich. Dies macht die Entwicklung des Sicherheitsgefälles noch bedeutungsvoller. Es ist nicht völlig ausgeschlossen, daß es unter dem Einfluß der durch die Revision des Münzgesetzes ausgelösten Diskussionen und der allgemein wieder etwas ruhiger gewordenen Währungslage in nächster Zeit noch etwas anwächst.

Dies würde angesichts der enger gewordenen Zinsmarge wahrscheinlich die Repatriierungsneigung verstärken. Vorderhand wird sie allerdings durch die Anziehungskraft kurz- und langfristiger Anlagen in D-Mark und holländischen Gulden gemildert, denn solche Anlagen werfen eine höhere Rendite ab als inländische Anlagen und lauten auf Währungen, die ein großes Prestige genießen.

Es ist nicht ausgeschlossen, daß sich in den nächsten Monaten das Kapitalangebot im Inland infolge Repatriierungen ausweiten wird. Ihm stünde allerdings auch ein aufgetauter Bedarf an langfristigem Kapital gegenüber. Solange die zurückfließenden Beträge in einem bescheidenen Rahmen bleiben, dürfte der Rückgang der Obligationenrenditen nur sehr mäßig ausfallen. Ein massives Anwachsen der Repatriierungen würde wohl vorübergehend auf die Zinssätze drücken, aber zugleich auch den Investitionsauftrieb und damit die Inflationsneigung verstärken. Nicht zuletzt würde auch die Wirksamkeit der zur Hauptsache monetären Inflationsbekämpfungsmaßnahmen geschmälert. All dies würde innert kurzem zu einer neuen Zinshausse führen. Es ist also zu hoffen, daß die Repatriierungen mäßig bleiben. Bei normalem Verlauf der Entwicklung besteht auch Aussicht, daß sich diese Hoffnung erfüllt.

Sie werden sich wahrscheinlich fragen, warum bei solchen Verhältnissen die Nationalbank kürzlich grünes Licht zur Erhöhung der Kassaobligationensätze um ¼% gab.

Den Hauptanstoß gab die Tatsache, daß der Zufluß von mittel- und langfristigen Geldern zu den Banken im Laufe dieses Jahres stark abnahm. Im ersten Semester

1970 betrug er bei den 72 uns monatlich Meldung erstattenden Banken noch zwei Drittel beziehungsweise die Hälfte der gleichen Periode des Jahres 1969 beziehungsweise 1968.

Die Eingänge an Kassaobligationengeldern verminderten sich sogar auf weniger als einen Sechstel im Vergleich zum ersten Semester der beiden Vorjahre. Die Unterschiede zwischen der Verzinsung der Kassaobligationen und der Rendite von Anleiheobligationen war zu groß geworden, als daß den sich häufenden Begehren um Zinssatzerhöhungen hätte weiter Wider-

stand geleistet werden können. Eine Erhöhung um $\frac{1}{4}\%$, das heißt die Zubilligung eines Höchstsatzes von $5\frac{1}{4}\%$ für Großbanken und Kantonalbanken, läßt immer noch eine gewisse Differenz zur Obligationenrendite offen, so daß auch bei einem weiteren mäßigen Sinken der Obligationenrendite die neuen Kassaobligationensätze noch angemessen erscheinen.

Da die Zinsermäßigung großenteils von der Höhe des Sicherheitsgefälles abhängig ist, ruht sie auf einer recht unsicheren Grundlage. Ihr weiterer Verlauf ist daher nur schwer vorauszusagen.