

# SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK

An der Sitzung des Bankrates der Schweizerischen Nationalbank vom 14. Juni 1968 hat *Dr. E. Stopper*, Präsident des Direktoriums, in seinem Referat über die Wirtschafts- und Valutalage folgendes ausgeführt:

## *Zur Lage der Weltwirtschaft*

Seit unserem letzten Exposé belebte sich die Wirtschaftstätigkeit in den meisten Industrieländern. Dies ist hauptsächlich der wachsenden Nachfrage in den Vereinigten Staaten und in der Bundesrepublik Deutschland zu verdanken. Die steigende Einfuhr dieser Länder hilft den Konjunkturanstieg auf andere Regionen zu übertragen. Fast überall wächst nunmehr der Außenhandel stärker als im letzten Jahr. Allerdings hat der Aufschwung in den meisten dieser andern Regionen noch kaum zu einer wesentlichen Intensivierung der industriellen Investitionen geführt, denn es sind in vielen Sektoren noch beachtliche Reserven an Produktionskapazität vorhanden, aus denen die steigende Nachfrage vorderhand befriedigt werden kann. Erst wenn auch die Nachfrage nach Investitionen allgemein wächst, erscheint die Fortsetzung und Verstärkung des gegenwärtigen Konjunkturaufschwunges als gesichert; alsdann wird er zunehmend unempfindlicher gegen die anhaltenden währungspolitischen Spannungen sowie politische und soziale Unrast.

Vorderhand vermögen gerade Gefahren dieser Art die für die Entfaltung der Konjunktur wichtigen Investitionen zu beeinträchtigen. Die stark restriktive Geldpolitik in den USA, die zur Pfund-Verteidigung beschlossenen deflationistischen Maßnahmen in Großbritannien, die politische und soziale Unrast in Frankreich, der Vormarsch der kommunistischen Partei in Italien und die Staatskrise in Belgien sind Faktoren, die die Investitionsneigung beeinträchtigen und daher bremsend auf das Tempo der wirtschaftlichen Erholung in Europa wirken können. Um so wichtiger für den weiteren Konjunkturverlauf ist das Wachsen der Importe der Bundesrepublik Deutschland.

Es ist allerdings nicht ausgeschlossen, daß die Art und das Ausmaß der kürzlichen Durchsetzung der Lohnforderungen der französischen Arbeiterschaft zu einer rascheren Durchsetzung von Lohnerhöhungen in andern Ländern führt, wo sie sich unter dem Einfluß der Rezession stark verlangsamt hatten. Dies würde die Konsumnachfrage beleben und dazu beitragen, allfällige Investitionshemmungen zu überwinden. Zugleich dürfte sich aber die Inflationsneigung verstärken.

In den *Vereinigten Staaten* wuchs im ersten Quartal das Bruttozialprodukt mit einer Jahresrate von nominell 10% und real 6%. Besonders stark hat nun auch die Konsumnachfrage zugenommen. Hinzu tritt die wachsende defizitäre Entwicklung des öffentlichen Haushaltes. Der Fehlbetrag des Bundesbudgets stieg von 10 Milliar-

den Dollar für das letzte Finanzjahr auf 20 Milliarden Dollar im laufenden Finanzjahr.

Die Nachfrage stößt auf immer breiterer Front an die Grenzen der Produktionskapazität. Dies beschleunigte die Preishausse und verschlechterte die Handelsbilanz. Im Februar und März lagen die Kosten der Lebenshaltung 4,7% über dem Vorjahresstand, und der größte Teil der positiven Resultate des Zahlungsbilanzsanierungsprogramms wurde durch die Verschlechterung der Handelsbilanz aufgewogen. Betrag der Überschuß der Handelsbilanz im Durchschnitt des letzten Jahres rund 900 Millionen Dollar im Quartal, so erreichte er im ersten Quartal 1968 nur noch 100 Millionen Dollar.

Die vom Kongreß verzögerten fiskalpolitischen Maßnahmen haben die Währungsbehörden gezwungen, die Preishausse und das übermäßige Anwachsen der Importe durch eine die Investitionsnachfrage vermindernde Geldverknappung zu bekämpfen. Die heutigen Zinssätze haben eine an das Jahr 1929 erinnernde Höhe erreicht.

Es ist dringend zu hoffen, daß der Kongreß die für die Inflationsbekämpfung notwendigen Fiskalbeschlüsse ohne weitere Verzögerung fassen werde.

Der Entscheid ist nicht nur hinsichtlich der Beeinflussung des Nachfragevolumens von großer Tragweite. Es geht auch um die Beantwortung der Frage, ob die Vereinigten Staaten in der Lage sind, eine Fiskalpolitik zu führen, die es gestattet, die Zahlungsbilanz ins Gleichgewicht zu bringen und damit das gegenwärtige internationale Währungssystem aufrecht zu erhalten und organisch weiter zu entwickeln.

Es ist bereits hervorgehoben worden, warum unter den heutigen Verhältnissen die Wirtschaftsentwicklung in der Bundesrepublik *Deutschland* für den Konjunkturverlauf der übrigen Länder so wichtig ist. Alle Indikatoren der letzten Zeit bestätigen den Eindruck, daß der Wiederaufschwung nach und nach alle wichtigen deutschen Wirtschaftssektoren erfaßt. Im Gegensatz zu anderen kontinentaleuropäischen Ländern, in denen die Konjunkturbelebung vorwiegend von der Auslandsnachfrage getragen wird, wird in Deutschland die Wirtschaftstätigkeit auch von der Investitionsseite her stimuliert.

Die deutschen Käufe im Ausland haben kräftig zugenommen. Allein im ersten Quartal 1968 war ein Importzuwachs von 16% zu verzeichnen. Allerdings ist auch der deutsche Exportzuwachs immer noch hoch (1. Quartal 1968: 12,3%). Die deutsche Ausfuhr nach den Vereinigten Staaten stieg um 50% und nach Großbritannien um 20%.

Die immer noch große Ausfuhrsteigerung zeigt, daß in Deutschland trotz der Zunahme der inneren Nachfrage nach wie vor wesentliche Reserven an Produktionskapazität vorhanden sind. Es dürfte daher noch einige Zeit

verstreichen, bevor die Investitionszunahme zu Überhitzungserscheinungen Anlaß gibt. Je stärker sich aber die Investitionsnachfrage ausweitete, desto kräftiger wird das Wachstum des Imports jenes des Exports übersteigen. Die Übertragung der Nachfragebelebung auf andere Länder wird dann um so stärker ausfallen.

Dank der noch vorhandenen Kapazitätsreserven konnte sich der Konjunkturaufschwung in der Bundesrepublik bisher ohne nennenswerte Preissteigerungen vollziehen. Im Hinblick auf die günstige Zahlungsbilanzsituation droht der Ausweitung der inneren Nachfrage keine direkte Beeinträchtigung vom monetären Sektor her.

In *Großbritannien* ist trotz der Abwertung der Import im ersten Drittel des laufenden Jahres stärker gestiegen als der Export. Dieses Land hat also ganz programmwidrig zur Belebung der internationalen Nachfrage beigetragen, d. h. die Abwertung hat in der Handelsbilanz bisher noch nicht den erhofften Umschwung gebracht. Daran dürfte das konsumstimulierende beträchtliche Auseinanderfallen zwischen Ankündigung und Inkraftsetzung der Erhöhung der Konsumbesteuerung mitbeteiligt sein.

Je länger es dauert, bis sich der grundlegende Umschwung vollzieht, desto mehr bestätigt es sich, daß die Abwertung auch vom preislichen Standpunkt aus ein Irrtum war und daß die im Verhältnis zur Importneigung zu geringe Exportneigung nur durch harten Konkurrenzdruck gesteigert werden kann.

Die Abwertung scheint von den Gegnern einer Deflationspolitik durchgesetzt worden zu sein. Aber gerade sie hat zur bisher größten Verschärfung der Deflation gezwungen. Auch in dieser Hinsicht erwies sie sich als ein Irrtum.

Für die weitere Entwicklung der außenwirtschaftlichen Beziehungen Großbritanniens wird auch der künftige Verlauf der Löhne und Preise von Bedeutung sein.

Die Annahme des Preis- und Einkommengesetzes durch das Parlament gibt der Regierung für die nächsten achtzehn Monate die Kompetenz, die Preis- und Lohnbewegungen unter Kontrolle zu halten. Insbesondere dürfen Lohnerhöhungen  $3\frac{1}{2}\%$  pro Jahr nicht überschreiten. Die Einkommenspolitik erstrebt nicht nur eine starke Dämpfung des Kosten- und Preisauftriebes im Hinblick auf die Stärkung der Konkurrenzkraft. Sie bezweckt auch eine Niedrighaltung der inländischen Einkommen mit dem Ziele, Produktionskapazität für den Export freizusetzen und die Importneigung zu verringern. Die britische Regierung hat damit und zusammen mit dem sehr restriktiven Budget vom 19. März Anstrengungen zur Sanierung der Wirtschaftslage unternommen, die wirklich einschneidend sind und Anerkennung verdienen. Zu beachten ist insbesondere die stärkere Verlagerung der Steuerlast von den Einkommens- auf die Konsumsteuern, die das Interesse an vermehrten Leistungen fördern könnte. *Großbritannien* benötigt aus währungspolitischen Gründen eine rasche und kräftige Verbesserung der Ertragsbilanz. Hoffen wir, daß sie endlich eintreten wird.

In *Italien*, das im vergangenen Jahr von rezessiven Entwicklungen verschont geblieben war, hat sich der Wachstumsrhythmus in den letzten Monaten etwas abgeschwächt. Vor allem hat sich die inländische Nachfrage verlangsamt. Indessen dürfte die Konjunkturbelebung in anderen Ländern, namentlich in der Bundesrepublik, zur Erhaltung der hohen wirtschaftlichen Aktivität im laufenden Jahr beitragen. Die politischen Verschiebungen nach den jüngsten Wahlen haben zwar vorübergehend eine gewisse Unsicherheit in die Wirtschaft getragen, was sich insbesondere in einem starken Rückgang der Börsenkurse auswirkte.

Noch unübersichtlich sind die Auswirkungen der politischen und sozialen Unruhen in *Frankreich*. Insbesondere ist in den letzten Tagen sehr oft die Frage aufgeworfen worden, ob die vorgesehenen direkten und indirekten Lohnerhöhungen die internationale Konkurrenzfähigkeit der französischen Wirtschaft so stark gefährden würden, daß mit einem verstärkten Protektionismus und entsprechenden Auswirkungen auf die Verwirklichung der EWG-Zollunion und auf die Kennedy-Runde oder mit einer Abwertung des französischen Frankens zu rechnen sei.

Die bisher bekanntgewordenen Mehrkosten für die französische Wirtschaft sind beträchtlich. Sie erscheinen aber in einer Phase sich belebender Weltwirtschaft nicht zum vornherein unverdaulich. Die als Folge der Einkommenserhöhungen zu erwartende stärkere Ausnützung der vorhandenen Produktionskapazität wird vorerst zugleich auch die Produktivität der fast durchwegs nicht voll ausgelasteten Unternehmungen verbessern. Ein Teil der Lohnerhöhung hätte wohl sowieso zugestanden werden müssen. Wahrscheinlich wird sich in einer Reihe von Konkurrenz- und Abnehmerländern im weiteren Verlaufe der Konjunkturbelebung ebenfalls eine verstärkte Lohn- und später auch Preishausse durchsetzen. Die Ereignisse in Frankreich dürften diesen Prozeß noch beschleunigen. Es dürfte also einige Zeit dauern, bis sich die Auswirkungen der jüngsten Ereignisse auf die französische Konkurrenzfähigkeit abschätzen lassen. Mindestens in der Zwischenzeit wird sich die Gefahr einer vermehrten Zuneigung zum Protektionismus verstärken. Nicht unwichtig wird sein, ob und inwieweit die jüngsten Ereignisse die Investitionsneigung in Frankreich vermindern und die versteckte Kapitalflucht begünstigen.

#### *Zur währungspolitischen Situation*

Die erste Hälfte des Jahres war währungspolitisch sehr bewegt.

Im Bereiche des Institutionellen sind zwei Ereignisse hervorzuheben:

- Es entstanden im März zwei Goldsektoren mit unterschiedlichem Preisregime.
- Über die Regelung der besonderen Ziehungsrechte ist von den Organen des Währungsfonds ein ratifikationsfähiger Text genehmigt worden.

Über die Risiken des gespaltenen Goldpreises ist bereits in der letzten Sitzung berichtet worden. Die bisherigen Preishaussen sind in einem für die Währungsstabilität ungefährlichen Rahmen geblieben.

Für zahlreiche Beobachter ist die Preisentwicklung auf dem freien Goldmarkt auf kürzere und mittlere Frist ein Indikator für die Einschätzung der Haltbarkeit der jetzigen Währungsverhältnisse. Der Goldpreis wird bei wachsendem Mißtrauen steigen, und sein Steigen wird das Mißtrauen wiederum vergrößern und die Neigung zu Währungsspekulationen verstärken.

Im Zentrum der währungspolitischen Überlegungen stehen die Erfolgsaussichten im Ringen um eine wesentliche Verminderung des amerikanischen Zahlungsbilanzdefizits. Vom Erfolg dieser Anstrengungen hängt weitgehend die Beantwortung der Frage nach der Möglichkeit der Aufrechterhaltung der heutigen Wechselkursrelationen, der Konvertibilität zu festen Wechselkursen und der heutigen offiziellen Goldparität ab. Es ist bald ein Jahr her, seit wir uns im Bankrat eingehender mit den Ursachen des amerikanischen Defizits befaßten. Seither haben sich die Verhältnisse verschlechtert. Dies veranlaßt uns, den Versuch einer Analyse zu wiederholen.

Die Passivität der amerikanischen Zahlungsbilanz ist bald zwei Jahrzehnte alt. Sie war mindestens ein Jahrzehnt lang zur währungspolitischen Erstarkung der übrigen Welt und zur Entfaltung der Weltwirtschaft unentbehrlich. Die Vereinigten Staaten haben sie bewußt gefördert durch eine einzigartig generöse Geschenk- und Darlehenspolitik und eine die Dollarverteilung begünstigende militärische Präsenz in vielen Teilen der Welt.

Die Anziehungskraft des amerikanischen Marktes war nach dem Kriege vorerst so groß, daß sich die Reserveöffnung in den meisten Ländern nur durch diskriminierende quantitative Einfuhrbeschränkungen für amerikanische Waren verwirklichen ließ; andernfalls wären alle Dollars für Warenkäufe wieder in die USA zurückgeflossen. Jedem ins Ausland gepumpten Dollar wohnte die Neigung inne, rasch durch Warenexporte von der amerikanischen Wirtschaft wieder resorbiert zu werden.

Abwertungen der meisten europäischen Währungen und die Erstarkung der europäischen Industrie verminderten gegen Ende der fünfziger Jahre die Fähigkeit der amerikanischen Wirtschaft, die in die Welt hinausgepumpten Dollars automatisch vollständig zu resorbieren, selbst nachdem die diskriminatorischen mengenmäßigen Einfuhrbeschränkungen für amerikanische Waren abgeschafft worden waren. Allerdings schuf die europäische Integrationsbewegung bald wieder neue Diskriminierungen verschiedenster Art. Die im Verhältnis zum Dollaranfall etwas geringere Nachfrage nach amerikanischen Waren ließ den Dollarbestand vor allem der kontinentaleuropäischen Zentralbanken stark anwachsen. Dies begünstigte die Neigung, Dollars in Gold umzuwandeln.

Die nach Kriegsende sehr hohen Goldreserven der Vereinigten Staaten nahmen rapid ab. Da der laufende Dollaranfall der Zentralbanken immer noch größer blieb als die Goldkonversionen, verschlechterte sich das Verhältnis zwischen Goldreserve und Währungsschulden, d.h. die Fähigkeit der USA, die ausländischen Währungsguthaben vollständig in Gold zurückzuzahlen, erschien in einem weniger günstigen Licht. Dies schmälerte das Prestige des Dollars als Reservemedium.

Es wird dabei allerdings leicht übersehen, daß bis in die allerjüngste Zeit hinein die laufenden amerikanischen Investitionen im Ausland weit höher waren als das Zahlungsbilanzdefizit, d.h. daß der Abnahme der Nettoreserveposition eine weit umfangreichere Verbesserung der äußeren Vermögensbilanz gegenüberstand.

Im Hinblick auf die dem Defizit gegenüberstehende bedeutende Verstärkung der äußeren Vermögensbilanz hätte sich das Prestige des Dollars als Reservemedium rasch wieder verbessern lassen, wenn die Vereinigten Staaten in der Lage gewesen wären, das Zahlungsbilanzdefizit während ein oder zwei Jahren zu beseitigen und damit die Bedeutung des Goldbestandes als Maßstab für ihre äußere Zahlungsfähigkeit zu vermindern. Daß dies bisher nicht möglich war, ja sich das Defizit in jüngster Zeit rekordhaft vermehrt hat, erweckte wachsendes Mißtrauen.

Beim Versuch einer Beurteilung der Lage muß man vor allem zu ergründen trachten, warum die USA den wünschenswerten vorübergehenden Zahlungsbilanzüberschuß bisher nicht erzielten, obwohl das Zahlungsbilanzdefizit nur wenige Promille des Bruttosozialproduktes ausmacht.

Oft wird erklärt, daß es gerade die geringe inneramerikanische Bedeutung des Defizits sei, die es politisch verunmögliche, die amerikanische Außen- und Wirtschaftspolitik auf den Zahlungsbilanzausgleich hin auszurichten.

So einfach aber liegen die Verhältnisse nicht. Vor allem ist festzustellen, daß die Vereinigten Staaten vom Beginn des Zweiten Weltkrieges an bis etwa vor drei Jahren fast ständig eine geringere Geldentwertung aufwiesen als die europäischen Industrieländer. Die Geldschöpfung blieb geringer, die Großhandelspreise und Lebenskosten stiegen weniger. Die Inflationsneigung war also bis vor kurzem kleiner als in Europa.

Die Ursachen des Defizits müssen demnach bis vor kurzem vor allem in einer strukturellen und nicht preislichen Verschlechterung der amerikanischen Konkurrenzfähigkeit gegenüber Europa gelegen haben.

Nachdem in Europa immer mehr von einem wirtschaftlichen, technischen und unternehmerischen Rückstand gegenüber den Vereinigten Staaten gesprochen wird, erscheint diese Feststellung fast paradox.

Unter den verschiedenen Erklärungsversuchen dürfte wohl der «Investitionsthese» das größte Gewicht beizumessen sein. Sie beruht auf der seit Mitte der fünfziger Jahre immer stärker gewordenen Tendenz führender amerikanischer Firmen, ihre Exporte nach Europa durch die Produktion in Europa selbst zu ersetzen. Die diesbezüglichen Investitionen haben die amerikanische Zahlungsbilanz auf der Ausgabenseite bis vor kurzem in einem das Defizit übersteigenden Umfange belastet.

Bei etwas längerfristiger Betrachtung braucht diese Defizitursache – so stark sie auch dem Ansehen des Dollars als Reservemedium geschadet haben mag – nicht sonderlich zu beunruhigen. Es darf angenommen werden, daß diese Investitionen in absehbarer Zeit zu Ertragnistransfers nach den Vereinigten Staaten führen werden, die die ursprüngliche Belastung der Zahlungsbilanz wieder ausgleichen, ja übersteigen.

Sehr viel schwerer wiegt, daß der Bedarf Europas und eines Teils der übrigen Welt an amerikanischen Gütern in rasch wachsendem Ausmaße von den europäischen Produktionsstätten amerikanischer Gesellschaften aus befriedigt wird. Die Möglichkeit, amerikanische Exporte zu steigern, ist dadurch weniger elastisch geworden. Dies dürfte die Fähigkeit der amerikanischen Wirtschaft, ins Ausland geflossene Dollars durch Warenexporte zu resorbieren, geschwächt haben.

Im Hinblick auf die Dynamik der amerikanischen Wirtschaft ist allerdings anzunehmen, daß laufend neue Produkte geschaffen werden, deren Herstellung nicht sofort auch in europäischen Betriebsstätten erfolgt. Dies wird die Exportelastizität sukzessive wieder verbessern. Die daraus zu erwartende Verbesserung der Zahlungsbilanz dürfte um so deutlicher ausfallen, je mehr zugleich auch die Gewinne aus den bisherigen Auslandsinvestitionen wachsen.

Es ist wohl verständlich, daß eine solche Defizitursache nur sehr schwer durch eine Verbesserung der, verglichen mit Europa, bereits besseren inneren Währungsdisziplin behoben werden konnte. Ein allfälliger Ausgleich durch eine Verminderung äußerer Regierungsausgaben und der Auslandsinvestitionen erschien in diesem Falle naheliegender.

Kritisch ist die Lage der Zahlungsbilanz erst geworden, seit die amerikanische Wirtschaft, wohl hauptsächlich als Folge des Vietnam-Krieges, in den letzten 2–3 Jahren in einen zunehmenden Inflationssog geraten ist. Zur dargelegten strukturellen Schwäche gesellen sich nun Preishausse und Importsog. Diese wiegen um so schwerer, als Europa bis vor kurzem überwiegend unter gegenläufigen konjunkturellen Einflüssen stand und seine jetzige Nachfragebelebung noch während kurzer Zeit aus Kapazitätsreserven befriedigen kann. Das amerikanische Zahlungsbilanzdefizit erreicht seit dem letzten Herbst eine rekordhafte Höhe (4 Milliarden Dollar im Jahresrhythmus). Was durch das amerikanische Zahlungsbilanzsanierungsprogramm von anfangs Jahr bisher ge-

wonnen werden konnte, ist praktisch durch die Verschlechterung der Handelsbilanz wieder zerronnen.

Die Vereinigten Staaten, aber insbesondere die heutige Währungsordnung, können sich eine solche Entwicklung der amerikanischen Zahlungsbilanz nicht lange ohne wesentliche Schädigung oder Erschütterungen leisten. Dabei muß man sich bewußt sein, daß zwar die Welt insgesamt nicht zuviel Dollars hat, sich aber die durch das amerikanische Zahlungsbilanzdefizit in die Welt hinausströmenden Dollars in wenigen Ländern sammeln (Westdeutschland, Schweiz, in vermindertem Maße Italien und Benelux).

Das währungspolitische Risiko besteht darin, daß diese Länder gegen den weiteren Dollar-Zustrom Maßnahmen ergreifen könnten oder durch einen übermäßigen spekulativen Zustrom gezwungen werden könnten, solche zu ergreifen.

Der Bekämpfung der gegenwärtigen inflatorischen Tendenzen in den USA muß deshalb die höchste wirtschaftspolitische Priorität eingeräumt werden.

Schon allzulange hat der Kongreß gezögert, die anti-inflatorischen Budgetsanierungsbeschlüsse zu fassen. Es scheinen nun allerdings Aussichten zu bestehen, daß die Beschlüsse nächstens durchgehen werden. Der Federal Reserve Board hat angesichts des bisherigen Versagens des Kongresses die monetären Bremsen in einer Weise gezogen, die die Zinssätze fast auf eine seit drei Jahrzehnten nicht mehr erreichte Höhe hob.

Es ist auch zu hoffen, daß die Friedensgespräche mit Vietnam wenigstens langsam Fortschritte zeigen, von denen ein den Frieden antizipierender wirtschaftlicher Beruhigungseffekt ausgehen könnte.

Die währungspolitische Entwicklung ist also in letzter Zeit nicht erfreulich gewesen, die Möglichkeiten, sie sukzessive wieder zu verbessern, sind aber nach wie vor vorhanden, und die Aussichten dazu erscheinen nunmehr etwas günstiger.

Da die Schweiz wegen ihrer Rolle als internationale Finanzdrehscheibe im Falle einer Zuspitzung der Währungskrise monetär und konjunkturell in eine besonders schwierige Lage kommen könnte, haben wir alles Interesse daran, beruhigend und nicht dramatisierend zu wirken.

Immer noch unbefriedigend ist leider auch die Entwicklung der Zahlungsbilanz Großbritanniens.

Die Abwertung hat noch nicht zur erhofften starken Verbesserung der Handelsbilanz geführt. Dies bestätigt erneut, daß die Schwierigkeiten Großbritanniens nicht in erster Linie preislicher Natur sind. Ferner hat die lange Zeitspanne zwischen der Ankündigung und Durchführung der Erhöhung der Konsumbesteuerung den Konsum und damit auch die Einfuhr vorübergehend stark stimuliert.

## *Die Konjunkturlage in der Schweiz*

Es ist zu hoffen, daß das Märzbudget endlich zu einer spektakulären Verbesserung der Handelsbilanz führen wird und damit den Glauben an die Möglichkeit der Verbesserung der Zahlungsfähigkeit Großbritanniens durch wirtschaftspolitische Maßnahmen wieder herstellen wird. Eine solche Zuversicht ist notwendig, wenn die Neigung zum Abbau der Pfundholdings seitens der äußeren Sterlingarea in einem zu bewältigenden Ausmaß bleiben soll. Es zeigt sich immer klarer, welcher irreparabler Schaden durch die Zerstörung des Mythos von der Wirksamkeit der stop-go policy angerichtet worden ist. Die große, als Währungsreserve der Sterlingländer aufgebaute Schuldenlast aus dem letzten Kriege war nur solange «manageable», als geglaubt wurde, Großbritannien sei in der Lage, durch die stop-go policy seine Zahlungsfähigkeit sehr rasch und substantiell zu verbessern.

Leider ist nun auch der französische Franken ins Gerede gekommen. Es wurde bereits dargelegt, warum es auf Grund der bisher bekanntgewordenen Gegebenheiten verfrüht erscheint, anzunehmen, der heutige Kurs des französischen Frankens sei nicht mehr haltbar. Zudem sind die französischen Währungsreserven mit fast 6 Milliarden Dollar außerordentlich hoch, um nicht zu sagen überdimensioniert. Die bisherigen Devisenverluste dürften 700–800 Millionen Dollar betragen, d.h. ungefähr den bisherigen Ziehungen auf den International Monetary Fund entsprechen. Die bisherige Stabilisierungspolitik wird sich nicht mehr weiterführen lassen. Die dreiwöchigen Streiks, die die Unternehmer finanziell schwächten, und die massiven Lohnerhöhungen werden zu einer starken Kreditausweitung führen.

Da die Staatsautorität in einem nicht so rasch wieder gutzumachenden Ausmaß gelitten hat, können sich neue produktivitätsvermindernde Schwierigkeiten ergeben.

Pessimistische Äußerungen bezüglich der Stabilität des französischen Frankens scheinen mir mehr durch Befürchtungen über die weiteren als die bisherigen Konsequenzen der Unruhen gerechtfertigt.

Eine zusätzliche Schwächung könnte sich aus einer kontinuierlichen Abwanderung von Kapital ergeben. Die prompt erfolgte Wiedereinführung der Devisenkontrolle wird zwar die Möglichkeiten der Kapitalabwanderung vermindern; sie kann aber das Mißtrauen verstärken und verlängern. Sie bringt uns neue Geldzuflüsse, die sowohl reservenpolitisch als auch konjunkturpolitisch unerfreulich sind. Reservenpolitisch sind sie deshalb unerwünscht, weil das Devisenvolumen, das der Nationalbank bei einer allfälligen Zuspitzung der Spannungen im Währungsgefüge zufließen würde, noch größer werden dürfte.

Konjunkturpolitisch liegen die Gefahren einerseits in der Verstärkung des Kreditschöpfungspotentials unserer Banken und andererseits in der besonders bei französischem Kapital feststellbaren Neigung zur Investition in schweizerische Werte.

Das Produktionsvolumen unserer Industrie ist während des ersten Quartals stärker als saisonüblich gewachsen. Da gleichzeitig die Zahl der Beschäftigten abnahm, scheint sich die Produktivität weiter vergrößert zu haben.

Die im ersten Kapitel geschilderte internationale Nachfragebelebung ließ in den ersten vier Monaten des Jahres den Export um 11,4% ansteigen, gegenüber 8,2% im Vorjahr. An diesem besseren Resultat ist besonders die Zunahme der Exporte nach Frankreich (17,1%), den USA (12,7%), der Bundesrepublik Deutschland (11,5%) und Großbritannien (10,3%) wesentlich beteiligt. Abgesehen von Deutschland handelt es sich um Länder, die sich eher bemühen werden, ihre Bezüge inskünftig zu vermindern. Die von außen kommenden Belebungsstendenzen erscheinen somit noch nicht unbedingt «wetterfest» verankert.

Die inländische Nachfrage nach Konsumgütern ist nur mäßig gewachsen; deutlich gestiegen ist jedoch die Wohnungsproduktion.

So ist der Wohnbau während der ersten vier Monate des Jahres in den 65 Städten mit mehr als 10000 Einwohnern um 10% höher ausgefallen als letztes Jahr. Die Wachstumstendenz wird noch dadurch unterstrichen, daß die Bauvorhaben gegenüber dem Vorjahr um 13,4% (in den Monaten März und April waren es gar 40 und 49%) und die zugesagten Baukredite fast um 27% gestiegen sind.

Die industriellen und gewerblichen Bauinvestitionen dagegen sind immer noch rückläufig.

Die Nachfragebelebung geht also vom Export und vom Wohnbau aus.

Von besonderem Interesse ist die Entwicklung im Kreditsektor. Im ersten Quartal dieses Jahres ist das Volumen an benützten inländischen Krediten etwas weniger gewachsen als vor einem Jahr. Dies würde auf eine weitere Konjunkturberuhigung schließen lassen. Dem steht aber eine Zunahme des Volumens an Kreditzusagen um 50% gegenüber. Bei aller Problematik, die einer Statistik über Kreditzusagen eigen ist, könnten diese Zahlen doch auf eine kommende Investitionsbelebung hinweisen. Dies nicht zuletzt auch deshalb, weil über 40% der neuen Kreditzusagen auf Baukredite entfallen.

Die Lohnsätze stiegen im ersten Viertel des laufenden Jahres um 2,3% gegenüber 3,2% in der gleichen Periode der beiden Vorjahre. Desgleichen war die Erhöhung des Konsumentenpreisindex im Mittel der ersten fünf Monate mit 3,2% etwas geringer als die 3,8% des Vorjahres (1966: 5,3%).

Die Nachfragebelebung in der Schweiz geht also fast ausschließlich vom Export und bis zu einem gewissen Grade vom Wohnungsbau aus. Sie scheint zwar zu-

sehends deutlicher zu werden, hat aber das Stadium der Selbststimulierung noch nicht erreicht. Sofern das Steigen der Exportnachfrage anhält, dürfte der seit einiger Zeit wachsende Geld- und Kapitalzustrom im Laufe des zweiten Halbjahres die Verallgemeinerung des konjunkturellen Anstieges in der Schweiz beschleunigen.

Damit würde dann auch die Inflationsbekämpfung mit monetären Maßnahmen wieder stärker in den Vordergrund treten.

### *Die Lage am Geld- und Kapitalmarkt*

Der Geldmarkt war in den ersten Monaten des laufenden Jahres durchwegs flüssig. Dies war, neben der beschränkten inländischen Kreditverwendung, vor allem die Folge eines sehr bedeutenden Zuflusses von Geldern aus dem Ausland. Dabei handelte es sich teils um Mittel, die den Banken von Ausländern zuzingen, teils um Repatriierungen schweizerischer Auslandguthaben von Nichtbankenseite. Entgegen gewissen seinerzeit geäußerten Befürchtungen hat also der Kreditbeschluß die Anziehungskraft unserer Banken für ausländische Gelder nicht vermindert, sondern eher noch verstärkt. Der Kredit der Notenbank wurde über den Quartalsultimo nur in einem relativ bescheidenen Ausmaß beansprucht. Auch die Devisenkonversionen blieben gering, was damit zusammenhängt, daß die Banken einen Teil der ihnen vom Ausland zugeflossenen Mittel zu Goldkäufen verwendeten und das Gold bei der Liquiditätsberechnung wie Notenbankgeld behandelten.

Wenn bei uns von einer mehr oder weniger flüssigen Verfassung des Geldmarktes gesprochen wird, so sollte man sich immer vor Augen halten, daß eine solche Feststellung sich stets nur auf einen Teilbereich der Liquidität und nicht auf die Gesamtposition unseres Bankensystems bezieht. Dies ist deshalb von Bedeutung, weil die andere Komponente in den Bilanzen unserer Banken, nämlich die ausländische, es diesen gestattet, in großer Unabhängigkeit über die inländische Geldversorgung zu bestimmen. Der Anteil der größtenteils sehr kurzfristig realisierbaren ausländischen Aktiven und der Passiven erreicht heute rund einen Viertel der Bilanzsumme unseres Bankensystems. Die Banken können dank den bereits vorhandenen großen Anlagen im Ausland und dem laufenden Zufluß neuer ausländischer Gelder ihre inländische Liquidität durch Verkauf von Devisen an die Notenbank nach Bedarf dosieren. Die Verfassung des inländischen Geldmarktes wird daher weitgehend durch die vergleichsweise Situation in bezug auf die Anlage-sicherheit und die Zinskonditionen im In- und Ausland bestimmt. Konkurrenz- und Sicherheitsüberlegungen dürften aber eine vorzugsweise Befriedigung der inländischen Kreditnachfrage begünstigen.

Die gegenwärtige Entwicklung der Bankbilanzen erinnert an die ersten sechziger Jahre. Es erscheint daher angezeigt, sich etwas näher mit den Analogien und Unterschieden zu befassen.

Die Bilanzsumme der 75 von unserer Statistik monatlich erfaßten Banken nahm letztes Jahr um 13%, d.h. stärker als in irgendeinem Jahre außer 1961, zu. Diese außerordentliche Bilanzzunahme ist vor allem die Folge des Zuflusses ausländischer Gelder zu den Banken. So haben die ausländischen Verbindlichkeiten der gegen 200 Kreditinstitute, die uns vierteljährlich Angaben über ihre Inland- und Auslandpositionen machen, 1967 um den Rekordbetrag von 5,3 Milliarden Franken zugenommen. Die Banken vermehrten ihre ausländischen Anlagen parallel zu diesen Eingängen, bis sie als Folge der Unruhe, die der Pfundabwertung an den Devisenmärkten und vor allem am Goldmarkt folgte, ihren Goldbestand vermehrten. Nach den Bestimmungen der Vollziehungsverordnung unseres Bankengesetzes wird Gold in der Bilanz unter den Kassenmitteln verbucht. Die Goldkäufe ermöglichen es daher den Banken, trotz starker Erhöhung der Bilanzsumme mit einer relativ bescheidenen Vermehrung von Notenbankgeld auszukommen. Der inländische Kreditbedarf war während des ganzen letzten Jahres im Hinblick auf die ruhige Konjunkturlage wenig expansiv. Der Mittelzufluß erhöhte wohl das Inflationspotential, aber nicht die tatsächliche Inflationsneigung.

Der Devisenzufluß zu unseren Banken hat sich im laufenden Jahr noch verstärkt. Im ersten Quartal erreichte der Zuwachs an Auslandverbindlichkeiten der Banken rund 1,9 Milliarden Franken, was, falls er im gleichen Rhythmus anhalten sollte, einem Jahreszuwachs von gut 7,5 Milliarden Franken entspricht. Dazu kamen schätzungsweise 1,7 Milliarden, die wahrscheinlich vorwiegend aus der Repatriierung von schweizerischen Auslandanlagen der Bankkunden stammen. Auch diese Mittel sind von den Banken im Hinblick auf die bescheidene inländische Kreditnachfrage wieder im Ausland angelegt worden. Die ausländischen Guthaben der Banken nahmen in den ersten drei Monaten um rund 5 Milliarden Franken zu\*). Auch der Goldbestand der Banken wurde nochmals erhöht. Die hohe Liquidität und die bisher ruhige Entwicklung des inländischen Kreditbedarfes kommen auch darin zum Ausdruck, daß den Großbanken von den vorwiegend im Inland tätigen Banken bedeutende Gelder zugeflossen sind, die ebenfalls den Weg ins Ausland fanden. Allein von den Kantonalbanken dürfte eine Milliarde Franken stammen. Sie wurden hiezu vor allem durch die starke Zunahme der Spargelder in die Lage versetzt. Die Gelder auf Spar-, Depositen- und Einlageheften bei den 75 Banken erhöhten sich in den ersten drei Monaten ziemlich genau doppelt so stark wie vor Jahresfrist. Auch der Eingang an Kassenobligationengeldern stieg weiterhin beträchtlich an. Andererseits waren die Kantonalbanken angesichts des wenig dynamischen Kreditbedarfes in der Lage, ihre Kasse vorübergehend beträchtlich (um fast 350 Millionen Franken) zu reduzieren.

Damit sind die Banken in der Gestaltung der inländischen Geld- und Kreditversorgung von der Nationalbank

\*) Hiervon entfielen rund 1,7 Milliarden Franken auf die Wiederanlage von Liquiditäten im Ausland, die sich die Banken auf den Jahresultimo bei der Nationalbank durch die Abtretung von Dollars beschafft hatten.



noch unabhängiger geworden. Das unserem Bankensystem zur Ausweitung des inländischen Kreditvolumens zur Verfügung stehende Liquiditätspotential ist enorm und wächst durch den anhaltenden Zufluß ausländischer Gelder ständig noch weiter an. Bisher ist im Unterschied zu den Jahren 1960 bis 1964 das inländische Kreditvolumen davon nicht beeinflusst worden, da die Investitionsneigung unserer Wirtschaft recht bescheiden war. Dies könnte sich jedoch, sobald sich die Neigung zur Wirtschaftsbelebung verallgemeinert, weitgehend ändern. Im Gegensatz zu den frühen sechziger Jahren verfügt unsere Wirtschaft gegenwärtig nurmehr über sehr begrenzte Kapazitätsreserven und damit eine sehr geringe reale Expansionselastizität. Es erscheint daher erforderlich, womöglich zu verhindern, daß künftige starke Auftriebskräfte nicht auch noch von der Kreditseite her zusätzlich stimuliert werden. Gelingt dies nicht, so könnte sich die Inflationsneigung im Hinblick auf den geringeren realen Expansionspielraum weit rascher verstärken als zu Beginn der sechziger Jahre.

Auf dem Emissionsmarkt wirkt sich die allgemein hohe Liquidität deutlich aus. Trotz der sehr regen Emissionstätigkeit wurden die neu begebenen Anleihen im allgemeinen überzeichnet. Die Neubeanspruchung des Marktes durch inländische öffentliche Obligationenanleihen erreichte in den ersten fünf Monaten den Betrag von 1174 Millionen Franken (1967: 1074 Millionen Franken). Einiges höher als im Vorjahr – 405 Millionen Franken gegenüber 289 Millionen Franken – war der Umfang der ausländischen Anleihssemissionen. Dasselbe gilt auch für die öffentlichen Ausgaben inländischer Aktien. Insgesamt resultierte nach Abzug der Rückzahlungen an den Markt eine Nettobeanspruchung des Kapitalmarktes

von 1696 Millionen Franken oder nicht ganz 300 Millionen Franken mehr als in der gleichen Periode des Vorjahres.

Unter dem Einfluß der im Ausland und vor allem in den Vereinigten Staaten kräftig anziehenden Zinssätze sind auch bei uns die kurzfristigen Sätze in letzter Zeit etwas angestiegen. Der Satz für Callgeld wurde in Zürich nach und nach per Saldo um  $\frac{3}{4}\%$  auf gegenwärtig  $2\frac{1}{2}\%$  erhöht; vorübergehend stieg er bis auf  $3\frac{1}{2}\%$ . Für Dreimonatsgelder wurde die Verzinsung von den Großbanken in drei Etappen auf  $3\frac{3}{4}\%$  heraufgesetzt, wobei nach der letzten Erhöhung der Satz von  $3\frac{3}{4}\%$  für Anlagen auf drei bis elf Monate gilt. Die mittel- und langfristigen Sätze wurden von dieser Aufwärtsbewegung angesichts der nach wie vor flüssigen Marktlage nicht tangiert. Die Rendite der Bundesobligationen betrug Ende Mai  $4,35\%$ , war also gegenüber dem Stand Ende März unverändert. Bei den kantonalen Obligationen lag die Rendite Ende Mai mit  $4,63\%$  sogar leicht unter dem Stand Ende März. Die weitere Entwicklung der Zinssätze wird am Markt der kurzfristigen Gelder wie bisher vor allem von den Zinsbewegungen im Ausland, namentlich in den Vereinigten Staaten und am Euromarkt, beeinflusst werden. Vor allem wird in bezug auf die USA von Bedeutung sein, ob das Fiskalprogramm der Regierung endlich verwirklicht werden kann, denn dies würde es den Währungsbehörden gestatten, ihre Kreditpolitik etwas weniger straff zu gestalten. Im Inland könnte ein Anziehen der Kredit- und Kapitalnachfrage im Zusammenhang mit der konjunkturellen Belebung zwar den Zinstrend an sich nach oben beeinflussen. Die hohe Mittelflüssigkeit, das nach wie vor hohe Sparaufkommen und insbesondere ein allfälliges Andauern der Mittelzuflüsse aus dem Ausland würden einem solchen Trend jedoch entgegenstehen.