

# SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK

An der Sitzung des Bankrates der Schweizerischen Nationalbank vom 13. September 1968 hat Dr. E. Stopper, Präsident des Direktoriums, über die derzeitige Wirtschafts- und Währungs-lage sowie über die vom Bundesrat der Bundesversammlung unterbreitete Botschaft betreffend den Ausbau des notenbankpolitischen Instrumentariums folgendes ausgeführt:

## I. Teil

### Allgemeine Orientierung

#### 1. Die Entwicklungstendenzen der Weltwirtschaft

Der konjunkturelle Aufschwung, der um die Mitte des vergangenen Jahres einsetzte, hat im Berichtszeitraum in den meisten führenden Industrieländern weiter angehalten. Die Wachstumsrate des Bruttosozialproduktes in den Ländern der OECD wird für die erste Hälfte dieses Jahres auf über 5% – auf Jahresbasis gerechnet – veranschlagt. Im gleichen Zeitraum des Vorjahres hatte sie weniger als 3% betragen. Die stärksten Auftriebskräfte gingen dabei zweifellos von den Vereinigten Staaten und der Bundesrepublik Deutschland aus. Im Zeichen dieses beschleunigten wirtschaftlichen Wachstums hat auch der Welthandel eine kräftige Belebung erfahren. Das Außenhandelsvolumen aller westlichen Industriestaaten nahm in den ersten sechs Monaten dieses Jahres – verglichen mit dem Vorjahr – um nicht weniger als 11% zu.

Im Hinblick auf das restriktive Fiskalprogramm, welches der amerikanische Kongreß gegen Ende Juni verabschiedete, ist allerdings wohl mit einer allmählichen Abschwächung der von der Hochkonjunktur in USA ausgehenden Auftriebsimpulse zu rechnen. Desgleichen werden die hohen Importe Großbritanniens, welche zur Exportkonjunktur in manchen Ländern beitragen, zurückgehen müssen. Noch ist allerdings ungewiß, wie rasch diese Dämpfungsfaktoren wirksam werden und wie stark sie die wirtschaftliche Aktivität in der übrigen Welt, insbesondere in Kontinentaleuropa, beeinflussen. Nicht leicht zu beurteilen ist sodann, wieweit der Konjunkturaufschwung in der Bundesrepublik und die von den Unruhen im Mai verbliebenen expansiven Faktoren in Frankreich die voraussichtlich von den beiden angelsächsischen Ländern auf die übrige Welt ausstrahlenden Abschwächungstendenzen auszugleichen vermögen. Eine «pessimistische» Richtung unter den Beobachtern der internationalen Wirtschaftsentwicklung rechnet bereits für die zweite Hälfte dieses Jahres mit einer merklichen Abkühlung der weltwirtschaftlichen Konjunktur unter dem Einfluß der in den Vereinigten Staaten und Großbritannien getroffenen Dämpfungsmaßnahmen. Die jüngsten Wirtschaftsindikatoren weisen indessen eher darauf hin, daß die von den Vereinigten Staaten wie auch von Großbritannien eingeleiteten Dämpfungsmaßnahmen

erst mit wesentlicher Verzögerung und durch Lohnerhöhungen abgeschwächt wirksam werden. Daher dürfte für den Rest dieses Jahres wohl noch kaum eine starke Abkühlung des internationalen Konjunkturklimas zu erwarten sein. Es scheint auch durchaus möglich, daß eine von den Vereinigten Staaten und Großbritannien ausgehende Abschwächung der Auftriebskräfte geringer als anfänglich erwartet ausfällt und im kommenden Jahr durch steigende Aktivität in den EWG-Ländern mindestens teilweise kompensiert wird.

Die Aussichten der künftigen Wirtschaftsentwicklung sind angesichts der gegensätzlichen Tendenzen derzeit nicht mit Sicherheit abzuschätzen. Zu dieser Unsicherheit tragen auch die neuen Spannungen in der Politik bei, die seit den tragischen Ereignissen in der Tschechoslowakei entstanden sind und deren Konsequenzen auf Politik und Wirtschaft sich derzeit noch nicht überblicken lassen.

Die wirtschaftliche Entwicklung in den *Vereinigten Staaten* stand im ersten Semester 1968 nach wie vor im Zeichen konjunktureller Überhitzung. Sie wurde vor allem durch die anhaltend zunehmende Nachfrage der Konsumenten und des Staates getragen. Die Anspannung auf dem Arbeitsmarkt verstärkte sich und trieb die Lohnkosten spürbar in die Höhe. Der ungewöhnlich starke Nachfrage- und Kostendruck führte zu einem scharfen Preisanstieg. Die Konsumentenpreise lagen Ende Juni um 4,2% über dem Vorjahresniveau. Die während der vorangegangenen Jahre gewahrte Stabilität des Preisniveaus ist verloren gegangen.

Die Ende Juni nach langem Zögern beschlossenen massiven Steuer- und Budgetmaßnahmen dürften jedoch im zweiten Semester allmählich wirksam werden. Die zehnprozentige Erhöhung der Einkommenssteuer und die Ausgabenkürzungen des Bundes im Betrage von 6 Milliarden Dollar sollen zu einer Reduktion des Budgetdefizits um 20 Milliarden Dollar führen. Dies bedeutet eine Kürzung der Globalnachfrage um rund 2½% des Bruttosozialproduktes. Dies sollte eine merkliche Verringerung des Wachstums zur Folge haben. Dem steht allerdings eine weitere Zunahme der Lohneinkommen gegenüber. Die Wirtschaftsexperten der Regierung rechnen trotzdem mit einer Verlangsamung der Wachstumsrate von 5½% auf nurmehr etwa 2½% bereits im zweiten Semester. Tatsächlich hat sich zwar die Zunahme der Industrieproduktion und der Einkommen der Einzelpersonen schon etwas abgeschwächt. Der erwartete Rückgang der privaten Konsumnachfrage wie auch der Investitionstätigkeit ist aber bisher noch nicht eingetreten. Die Steuererhöhung scheint vorerst zu Lasten der Spartätigkeit zu gehen und von der stärkeren Erhöhung der Einkommen teilweise kompensiert zu werden. Die angestrebte Konjunkturdämpfung dürfte daher in der zweiten Hälfte 1968 noch nicht sehr stark in Erscheinung treten und wohl eher im kommenden Jahr wirksam werden. Die bisherigen

Erfahrungen haben gelehrt, daß die Korrektur einer Konjunkturübersteigerung reichlich Zeit braucht.

Der vorsichtige Optimismus, der in *Großbritannien* selbst wie auch im Ausland aufkam, als sich der Boom der Konsumnachfrage in England im Anschluß an die Steuererhöhung vom Monat März zunächst etwas abschwächte und die Handelsbilanz sich im Juni in einem günstigeren Lichte zeigte, erwies sich leider als verfrüht.

Die Entwicklung des Bruttosozialprodukts wie auch der Industrieproduktion zeigt seit der Abwertung einen Aufwärtstrend, der ähnlich verläuft wie in den Ländern, die nicht abgewertet haben; die industrielle Produktion übertraf im Juni den Vorjahresstand um 4%. Trotzdem hat die Arbeitslosigkeit im August mit einem Total von 561 000 oder 2,4% der Beschäftigten den höchsten Stand seit dem Zweiten Weltkrieg erreicht. Diese Ziffer kommt nahe an die äußerste, politisch noch als tragbar erachtete Limite von 700 000 heran. Die zunehmende Produktion bei steigender Arbeitslosigkeit kann tendenziell als ein Zeichen zunehmender Produktivität interpretiert werden. Indessen ist die aus der Abwertung resultierende Reduktion der britischen Exportpreise im Ausland bereits zu mehr als der Hälfte wieder aufgezehrt worden.

Die Regierung sieht sich in der von ihr verfolgten Politik dem Dilemma gegenüber, daß die getroffenen Restriktionsmaßnahmen bisher nicht die gewünschte Wirkung auf die Handels- und Zahlungsbilanz erzielt haben, jedoch wegen der damit verbundenen hohen Arbeitslosigkeit auf immer stärkeren Widerstand stoßen und nur mit Mühe aufrechterhalten werden können. Es ist daher nicht verwunderlich, daß von gewissen Kreisen der Gedanke direkter Importbeschränkungen in die Diskussion geworfen wird. Ein solcher Schritt dürfte jedoch die Gesundung der britischen Wirtschaft erst recht verzögern und würde das Argument bekräftigen, daß Großbritannien zu einem Beitritt zur EWG nicht reif sei.

In *Deutschland* setzte sich der Wiederaufschwung der Konjunktur auf breiter Basis fort. Die Wirtschaft scheint praktisch den Zustand der Vollbeschäftigung erreicht zu haben. Die Stimmen mehren sich, die vor einem Überborden des Auftriebs und einer neuerlichen Konjunkturüberhitzung warnen. Die entscheidenden Stützen der Nachfrage sind neben der Ausfuhr die Wiederauffüllung der Lagerbestände und in letzter Zeit in zunehmendem Maße auch die Investitionen. Für die kommenden Monate wird mit einer stärkeren Entfaltung der Konsumnachfrage gerechnet.

Der Index der industriellen Produktion lag im Juni um 24% über dem Vorjahresstand; der Auftragseingang bei der Industrie zeigte im Juli ebenfalls eine Überhöhung von rund 30%. Die bereits erfolgte weitgehende Ausschöpfung des Potentials an qualifizierten Arbeitskräften – die Arbeitslosenquote ist auf 1% zurückgefallen –, die steigende Zahl an offenen Stellen und der wieder beginnende Zustrom von Gastarbeitern sind deutliche Anzeichen für die Überwindung der Rezession.

Die Preisentwicklung hat bisher eine bemerkenswerte Stabilität gezeigt. Im zweiten Semester dürfte sich dies allerdings etwas ändern, da die effektiv ausbezahlten Löhne rascher als die Tarifföhne zu steigen begonnen haben.

Die Meinungen über die Konsequenzen, die sich aus dieser Situation für die Konjunkturpolitik ergeben, sind sowohl bei den Behörden als auch in Kreisen der Wirtschaft nicht einhellig.

Wegweisend für die zu erwartenden offiziellen Schritte dürfte der vom Finanzkabinett der Bundesregierung ausgearbeitete Budgetentwurf für 1969 sein, der sowohl auf der Ausgabe- als auch auf der Finanzierungsseite konjunkturneutral sein soll.

Die Beurteilung der konjunkturellen Lage in *Frankreich* ist nach wie vor schwierig, weil seit den Unruhen im Mai und Juni über die Entwicklung entscheidender Faktoren kaum irgendwelche schlüssigen Angaben vorliegen. Der durch die Streiks verursachte Produktionsausfall in der Industrie und im Bausektor wird auf 3–4% der Jahreserzeugung geschätzt. Aus Kreisen der Industrie wird die Hoffnung geäußert, rund ein Drittel des Produktionsverlustes könne bis zum Jahresende wieder wettgemacht werden.

Die im Verlaufe der Krise zugestandenen Lohnerhöhungen von 13 bis 14% und die Erhöhung des Budgetdefizits von 7 Milliarden fr. Franken im Jahre 1967 auf 10 Milliarden im laufenden Jahr werden zweifellos ein starkes Anziehen der Nachfrage zur Folge haben. Die Regierung hofft, daß die inflatorischen Gefahren durch eine Steigerung des Angebots entscheidend vermindert werden. Da die industriellen Kapazitäten zu Beginn der Krise nur zu rund 75% ausgelastet waren, erscheinen die Aussichten für eine rasche Produktionssteigerung nicht ungünstig. Die Regierung beabsichtigt, diese Entwicklung durch steuerliche Investitionshilfen im Ausmaß von 1 bis 1,5 Milliarden Franken zu fördern. Auf jeden Fall wird man in nächster Zeit mit stark expansiven Tendenzen in der französischen Wirtschaft zu rechnen haben, die sich auch auf die Wirtschaften der wichtigsten Partnerländer bemerkbar machen dürften.

In *Italien* zeigt sich eine gewisse Verflachung des Konjunkturaufschwungs. Das Preisniveau ist bemerkenswert stabil geblieben. Das Exportgeschäft entwickelt sich nach wie vor erfreulich. Dagegen scheint sich die inländische Nachfrage abzuschwächen; das Wachstum der industriellen Produktion hat sich daher verlangsamt. Nicht zuletzt haben die privaten Investitionen unter dem Druck der rapid steigenden Lohnkosten nachgelassen.

Die kürzlichen Empfehlungen der EWG-Behörden wie auch der OECD, die Konjunkturpolitik zu aktivieren, falls die Investitionsneigung der Unternehmer sich nicht erhole, scheinen Beachtung gefunden zu haben. Die Regierung hat bereits Maßnahmen zur Belebung der Investitionstätigkeit durch Steuernachlässe, zur Ankurbelung

lung des Wohnungsbaus und des privaten Konsums ergriffen. Für 1969 ist ein expansives Haushaltsdefizit von über 20 Milliarden Franken, was einem Viertel der Gesamtausgaben entspricht, geplant. Auch aus innenpolitischen Überlegungen dürfte die Regierung keine stärkere Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit in Kauf nehmen wollen.

## 2. Zur internationalen Währungslage

Die internationalen Währungsverhältnisse waren noch vor der üblichen Stille während der Sommerpause durch eine deutliche Beruhigung gekennzeichnet. Verschiedene Momente haben zur Entspannung der Lage beigetragen. An erster Stelle ist wohl die lange hinausgezögerte Verabschiedung des restriktiven Fiskalprogrammes durch den amerikanischen Kongreß Ende Juni zu nennen. Die Bekundung der Entschlossenheit, die Wirtschaft sowohl im Innern wie auch gegenüber dem Ausland in ein besseres Gleichgewicht zu bringen, hat sich auf den internationalen Devisenmärkten unverzüglich positiv ausgewirkt. Die Diskussionen über die Stellung des Dollars sind seither praktisch verstummt. Zur Festigung der Dollarposition hat allerdings zugleich auch die defizitäre Entwicklung der französischen Zahlungsbilanz nach den Unruhen im Mai und Juni beigetragen. Frankreich sah sich dadurch veranlaßt, zum Ausgleich seiner Bilanz in größerem Umfange von seinen Währungsreserven Gebrauch zu machen. In diesem Zusammenhang erwarb die französische Notenbank, da sie nur relativ geringe eigene Dollarguthaben unterhielt, Dollars gegen Gold und Hingabe von Ziehungsrechten beim Währungsfonds. Ferner schloß sie Kreditvereinbarungen mit den Vereinigten Staaten und den EWG-Partnerländern ab.

Einen günstigen Einfluß auf den Devisenmarkt übten die für den Monat Juni bekanntgegebenen britischen Außenhandelszahlen aus, schienen sie doch das Wirksamwerden der im März getroffenen Restriktionsmaßnahmen und das Abflauen des Konsum- und Einfuhrbooms in Großbritannien anzukünden. Die Beurteilung des Pfundes erhielt sodann eine starke Stütze durch die Mitte Juli bekanntgewordene Mitteilung, daß die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich mit der Unterstützung einer Reihe führender Notenbanken eine Kreditzusage in der Höhe von 2 Milliarden Dollar an die Bank of England zum Ausgleich allfälliger Abzüge von Sterlingguthaben durch Länder der Sterlingzone in Aussicht genommen habe. Ein bemerkenswerter Stimmungsumschwung am Devisenmarkt zugunsten des Pfundes war die unmittelbare Folge.

Die erstaunlich rasche Entspannung der internationalen Währungslage im Laufe des Monats Juli ist in den letzten Wochen allerdings wieder etwas gestört worden. Die Handelsbilanzzahlen Großbritanniens für den Monat Juli, die im August bekannt wurden, setzten den Hoffnungen auf einen nun massiv einsetzenden Umschwung der britischen Einfuhr- und Handelsbilanzentwicklung einen kräftigen Dämpfer auf. Der Zeitpunkt des Erreichens einer aktiven Zahlungsbilanz mußte einmal mehr auf später

verschoben werden. Das Zahlungsbilanzdefizit allein der ersten sieben Monate 1968 übertrifft jenes des ganzen vorangegangenen Jahres. Es ist begreiflich, daß sich angesichts dieser Tendenzen vor allem in Großbritannien beträchtliche Enttäuschungen bemerkbar machte. Zum Teil wurde die Einführung einer Importkontingentierung verlangt. Die Entwicklung bestätigt den Eindruck, daß die unbefriedigende Gestaltung der Handelsbilanz nicht auf die Preisverhältnisse zurückzuführen ist.

In der britischen Presse wurde indessen mehrheitlich und mit beträchtlicher Insistenz eine Aufwertung der D-Mark gefordert. Dabei wurde geltend gemacht, die Bundesrepublik erziele trotz ihrem Konjunkturaufschwung weiterhin unvermindert hohe Überschüsse in ihrer Handelsbilanz. Nachdem Großbritannien durch Abwertung und Budgetrestriktionen wie auch die Vereinigten Staaten mit ihren Fiskalmaßnahmen das Ihre zum Ausgleich des gestörten zwischenstaatlichen Zahlungsbilanzgleichgewichts getan hätten, sei es nun an der Bundesrepublik, einen Beitrag zur Anpassung zu leisten. Eine Aufwertung der D-Mark werde überdies Frankreich die Überwindung seiner Schwierigkeiten erleichtern. Eine kräftige Spekulationswelle, verbunden mit bedeutenden Geldbewegungen nach der Bundesrepublik, war die Folge dieser Pressekampagne. Die Bundesbank hatte Dollars in bedeutendem Umfange vom Markte zu übernehmen. Man spricht bereits von 1½ Milliarden. Von diesen Geldbewegungen wurde nicht zuletzt Großbritannien betroffen. Das Pfund geriet einmal mehr unter starken Druck.

Die Kampagne für eine Aufwertung der D-Mark, die zum Teil auch Hinweise auf eine parallele Korrektur des Schweizerfrankens enthielt, hat der britischen Währungslage keinen Dienst geleistet. Bei nüchterner Betrachtung der Verhältnisse hätten die Proponenten einer D-Mark-Aufwertung erkennen müssen, daß ein solcher Schritt zur Lösung des britischen Zahlungsbilanzproblems nichts beitragen könnte. Die Pfundabwertung hat gelehrt, daß das britische Handelsbilanzdefizit nicht einfach durch Wechselkurskorrekturen beseitigt werden kann. Die Preise der britischen Exporterzeugnisse sind im allgemeinen international durchaus kompetitiv. Die Exporte Großbritanniens haben sich in den vergangenen Monaten recht günstig entwickelt, wenn sie auch nicht stärker zunahmten als jene der Länder, die nicht abgewertet haben. Die Importe jedoch sind gleichfalls unvermindert stark angestiegen, obschon die ausländischen Erzeugnisse in Großbritannien teurer geworden sind und die Kaufkraftabschöpfung durch Steuern beträchtlich gestiegen ist. Eine Aufwertung der D-Mark hätte an diesem Phänomen nichts zu ändern vermocht, sondern höchstens die Einfuhr verteuert. Eine Analyse der deutschen Außenhandelsentwicklung ergibt sodann, daß die deutschen Exporte ziemlich normal verlaufen sind, wenn die Lieferungen nach den USA und Großbritannien aus den Zahlen ausgeklammert werden. Die Exporte nach diesen beiden Ländern sind in den ersten sieben Monaten des laufenden Jahres stark überdurchschnittlich angestiegen. Es ist also wohl eher die starke Importneigung in den USA und Großbritannien, die einer Korrektur bedarf.

Daß diese Aufwertungsspekulation möglichst bald wieder abklingt, liegt nach dem Gesagten nicht zuletzt im Interesse Großbritanniens.

Die am vergangenen Wochenende in Basel definitiv abgeschlossene Kreditzusage an Großbritannien von 2 Milliarden Dollar sollte geeignet sein, zur Beruhigung der internationalen Währungslage beizutragen.

Bereits im Juli hatten sich bekanntlich die führenden westeuropäischen Notenbanken zusammen mit den Zentralbanken der Vereinigten Staaten, Kanadas und Japans unter Mitwirkung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich in Basel über die Grundzüge einer Währungshilfe an Großbritannien geeinigt. Die neuerliche Kreditzusage ist dazu bestimmt, allfällige Reserveverluste Großbritanniens auszugleichen, die dadurch entstehen, daß Länder der Sterlingzone Pfundguthaben abziehen. Die britischen Währungsreserven werden so weitgehend von der zusätzlichen Belastung befreit, die ihnen aus der Rolle des Pfundes als Reservewährung erwächst. Die BIZ wird die Inanspruchnahme dieser Kreditzusage seitens der Bank of England auf die folgende Weise zu finanzieren suchen. Einmal hat Großbritannien die Länder der Sterlingzone in den in der Zwischenzeit abgeschlossenen Vereinbarungen ersucht, Guthaben in anderen Währungen, insbesondere in Dollars, möglichst bei der BIZ anzulegen. Die BIZ wird diese Depots dazu verwenden, um Reserveverluste der Bank of England aus Sterlingabzügen zu ersetzen. Ferner wird die BIZ sich bemühen, Mittel an nationalen und internationalen Geldmärkten aufzunehmen. Erst in dritter Linie, wenn sich diese beiden Finanzquellen als unzureichend erweisen sollten, wäre die BIZ ermächtigt, auf die von den beteiligten Zentralbanken eingeräumten Kreditlinien in der Höhe von insgesamt 2 Milliarden Dollar zu greifen. Der Schlüssel zur Verteilung der 2 Milliarden Dollar hat allerdings auch die Funktion, die BIZ von allfälligen Risiken zu entlasten. Auf Grund der getroffenen Vereinbarung zwischen der Bank of England einerseits und der BIZ sowie den beteiligten Notenbanken andererseits ist Großbritannien berechtigt, während drei Jahren von der ihm eingeräumten Hilfe Gebrauch zu machen. In den darauffolgenden zwei Jahren soll der erteilte Kredit ruhen, sofern Großbritannien nicht zu vorzeitiger Rückzahlung in der Lage ist. Vom fünften Jahre an wird es die in Anspruch genommene Kredithilfe in vereinbarten Raten zurückzahlen haben. Nach zehn Jahren soll die Rückzahlung abgeschlossen sein.

Parallel zu dieser Vereinbarung mit der BIZ und führenden Notenbanken hat die Bank of England in der Zeit zwischen der ersten grundsätzlichen Verständigung im Juli und dem definitiven Abschluß vom vergangenen Wochenende Abkommen mit der Mehrzahl der rund 40 Länder der Sterlingzone geschlossen. Diese haben sich bereit erklärt, auf die Umwandlung von Sterlingguthaben in andere Währungsreserven nach Möglichkeit zu verzichten und Guthaben in anderen Devisen in vermehrtem Ausmaße bei der BIZ anzulegen. Großbritannien hat ihnen dafür bis zu einem bestimmten Prozentsatz

ihrer Sterlingsguthaben eine Kursgarantie gegenüber dem Dollar zugesichert.

Die Nationalbank hat sich an diesem Arrangement beteiligt. Ihr Anteil ist auf 100 Millionen Dollar limitiert. Dies entspricht dem derzeit freien Betrag des vom Bund im Bundesbeschluß vom Oktober 1963 eingeräumten Kredites von insgesamt 200 Millionen Dollar für Stützungsmaßnahmen zugunsten des internationalen Währungssystems. Allfällige Kreditaufnahmen der BIZ am schweizerischen Geldmarkt zur Finanzierung der Hilfe an Großbritannien werden an diesen Betrag angerechnet werden.

Der amerikanische Dollar ist durch die Gerüchte und Mutmaßungen um Wechselkursanpassungen nur indirekt tangiert worden, soweit nämlich der Dollarkurs die Befestigung oder Abschwächung der Kurse der direkt involvierten Währungen widerspiegelt. Er vermochte im übrigen seine festere Haltung unvermindert zu wahren. Dies ist bemerkenswert, weil die Zahlungs- und insbesondere die Handelsbilanz vorderhand noch keinen entscheidenden Umschwung haben erkennen lassen. Wohl war im Juli erstmals wieder ein leichter Überschuß in der Handelsbilanz zu verzeichnen, doch ist das bisherige Ergebnis des laufenden Jahres immer noch beträchtlich ungünstiger als vor Jahresfrist. Die Gesamtzahlungsbilanz zeigte indessen auf Liquiditätsbasis berechnet eine merkliche Besserung, weil die Kapitalverkehrsbilanz sich sehr vorteilhaft entwickelt hat. Dazu haben neben einigen Sonderfaktoren vor allem die vermehrte Bereitschaft von Nichtwährungsbehörden, Dollarguthaben zu halten, beigetragen sowie die seit den Ereignissen in der Tschechoslowakei wieder stärkere Tendenz zur Anlage europäischer Kapitalien in amerikanische Wertschriften.

Die festgestellte Wendung in der Beurteilung des Dollars ist zum großen Teil das Resultat einer anderen Einschätzung der künftigen Entwicklung, wobei nicht zuletzt der mutmaßliche Effekt der getroffenen Fiskalmaßnahmen antizipiert wird. Daß sich diese Haltung festigt und weiter konsolidiert, setzt allerdings voraus, daß die Anstrengungen der amerikanischen Behörden, die übersetzte Expansion einzudämmen und die Zahlungsbilanz in ein besseres Gleichgewicht zu bringen, nicht nachlassen. Die Aussichten hierfür erscheinen zurzeit nicht ungünstig. Allerdings steht auf Anfang nächsten Jahres ein Regierungswechsel in den Vereinigten Staaten bevor. Wie weit und in welcher Richtung sich dies auf die Wirtschaftspolitik des Landes auswirken wird, hängt nicht zuletzt vom Ausgang der Wahlen ab. Zudem braucht es erfahrungsgemäß beträchtliche Zeit, bis eingetretene inflatorische Übersteigerungen wieder abklingen.

Neben Großbritannien sieht sich seit den Unruhen vom vergangenen Mai auch Frankreich einem gestörten Zahlungsbilanzgleichgewicht gegenüber. Vorerst scheinen vor allem anhaltende Kapitalabflüsse zum Rückgang seiner Währungsreserven geführt zu haben. Die Verminderung der französischen Reserven von Anfang Juni bis Ende August belief sich unter Einschluß seiner automatischen Ziehungsrechte beim Währungsfonds, von

denen es Gebrauch gemacht hat, auf 2,1 Milliarden Dollar. Ferner hat Frankreich zusätzliche Kreditzusagen von den USA sowie den EWG-Ländern im Ausmaße von 1,2 Milliarden Dollar erhalten und zum Teil bereits in Anspruch genommen. Sowohl der durch die Unruhen verursachte Produktionsausfall als auch die Auswirkungen der gewährten Lohnerhöhungen und anderweitiger Vergünstigungen auf die Nachfrage werden zweifellos eine Verschlechterung der Handels- und Dienstleistungsbilanz Frankreichs zur Folge haben. Die französischen Behörden rechnen für 1968 mit einem Defizit der Ertragsbilanz von rund einer Milliarde Dollar. Entscheidend für die weitere Entwicklung von Handels- und Ertragsbilanz im kommenden Jahr wird die Reaktion der französischen Wirtschaft auf die Folgen der Ereignisse vom Mai 1968 sein. Insbesondere wird es darauf ankommen, wie weit es Industrie und Gewerbe in Frankreich gelingt, die Lohnkostensteigerung durch Ausweitung der Produktion und entsprechend bessere Ausnutzung der vorhandenen Kapazitäten aufzufangen und sie nicht einfach auf die Preise weiterzuwälzen. Die kürzlich von der Regierung im Zusammenhang mit dem neuen Budget bekanntgegebenen Maßnahmen zur steuerlichen Entlastung der Investitionen und der Lohnkosten sowie zur Verbilligung der Kredite dürften den Anpassungsprozeß ganz wesentlich erleichtern. Eine anhaltende Belebung der Wirtschaftstätigkeit in der Bundesrepublik und in den anderen führenden Industrieländern Europas sollte gleichfalls dazu beitragen. Schließlich hat die französische Regierung vor wenigen Tagen auch die Devisenkontrolle wieder aufgehoben, wodurch sich das psychologische Klima an den Devisenmärkten bedeutend aufhellte.

### *3. Die Konjunkturlage in der Schweiz*

Die in unserem letzten Bericht verzeichneten Grundtendenzen der schweizerischen Konjunkturentwicklung haben sich in den vergangenen Monaten nicht wesentlich verändert. Die von den Exporten ausgehenden Auftriebskräfte hielten weiter an. Die Belebung der inländischen Nachfrage ist beim Wohnungsbau und den Ausrüstungsinvestitionen deutlicher geworden. Bei den industriellen und gewerblichen Bauinvestitionen wie auch bei der Konsumgüternachfrage läßt sich hingegen noch kein ins Gewicht fallender Aufwärtstrend feststellen. Eine eigentliche Konjunkturerwärmung auf breiter Basis ist also noch nicht festzustellen. Wohl aber sind die Voraussetzungen und Vorbedingungen für eine neuerliche Konjunkturüberhitzung günstiger geworden.

Zurzeit lassen sich die künftigen Konjunkturperspektiven noch nicht mit Sicherheit beurteilen. Sie sind stark von der weiteren Entwicklung der Exporte abhängig. Die fortschreitende Verlangsamung des Preisauftriebs, die als Merkmal der jüngsten Entwicklung besonders hervorgehoben zu werden verdient, dürfte zur Erhaltung unserer internationalen Wettbewerbsstellung beitragen.

Die Exporte sind nach einer relativ bescheidenen Zunahme im Juni, die zum Teil durch die während der Krise in Frankreich erschwerten Transportverhältnisse begründet sein dürfte, im Juli rekordhaft angestiegen. Der Wert

unserer Warenausfuhr nahm gegenüber dem Vorjahr um nicht weniger als 26,5% zu. Die zur Beurteilung des Trends wichtigere Exportzuwachsrate für die ersten sieben Monate des laufenden Jahres, verglichen mit der gleichen Periode des Vorjahres, erreichte damit 13,6%. Dies ist die stärkste Ausdehnung, welche unsere Ausfuhr in der entsprechenden Zeitspanne seit 1960 je zu verzeichnen hatte. Besonders stark haben insbesondere die Lieferungen der Metall- und Maschinenindustrie sowie der chemischen Industrie zugenommen. Die Angaben über die Entwicklung der Auftragseingänge und -bestände deuten darauf hin, daß auch für den Rest des Jahres mit einer hohen Exporttätigkeit gerechnet werden kann.

Ein Blick auf die geographische Verteilung der Exporte zeigt sodann, daß der Anstieg durch die konjunkturelle Belebung in der Bundesrepublik stark gefördert wurde. Der Wert unserer Ausfuhr in unser nördliches Nachbarland hat von Januar bis Juli um volle 24%, verglichen mit dem gleichen Zeitraum des Vorjahres, zugenommen. Sehr kräftig, nämlich um 16%, ist auch der Export nach Italien und – um 15% – nach den EWG-Ländern insgesamt angewachsen, während die Zunahme nach den Vereinigten Staaten 14% und nach Großbritannien 13% erreichte. Aus diesen Ziffern geht hervor, daß im Unterschied zu anderen Ländern das Wachstum der Exporte in der Schweiz stärker von den EWG-Ländern als von den USA und Großbritannien ausging. Zu beachten ist ferner, daß anteilmäßig unsere Lieferungen nach der EWG gut doppelt so stark ins Gewicht fallen wie jene nach den beiden angelsächsischen Ländern. Demzufolge wird für die weitere Entwicklung unserer Exporte in den kommenden Monaten das Anhalten einer hohen Aktivität in der EWG eher von größerer Bedeutung sein als eine zu erwartende Konjunkturabschwächung in USA und Großbritannien. Solange daher der Konjunkturanstieg in Kontinentaleuropa anhält, wofür manches spricht, ist für unsere Warenausfuhr auch im ersten Semester 1969 kaum ein ernstlicher Rückschlag zu befürchten, selbst wenn die allgemein erwartete Konjunkturdämpfung in Amerika und die Importverminderung in Großbritannien eintritt. Zu bedenken ist im übrigen, daß ein Exportzuwachsatz von der in diesem Jahr erreichten Höhe sich nicht auf längere Zeit hin aufrechterhalten läßt, ohne an die Grenzen der vorhandenen Produktionskapazitäten und namentlich der Arbeitskraftreserven unseres Landes anzustoßen.

Nachdem unsere Wareneinfuhr bisher hinter der Exportentwicklung deutlich zurückgeblieben war – die Importe stiegen von Januar bis Juli um 6,8% –, wodurch sich das Handelsbilanzdefizit sukzessive verringerte, ist im Juli erstmals eine starke Steigerung – nämlich um 22,4% – zu verzeichnen. Die Zunahme war, abgesehen von einigen Sonderfaktoren, vorwiegend durch Investitionsgüterbezüge bedingt und widerspiegelt die Intensivierung der Ausrüstungsinvestitionen. Der Anstieg der Importe dürfte voraussichtlich in den kommenden Monaten andauern und der Importüberschuß damit wieder etwas größer werden. Das Handelsbilanzdefizit der ersten sieben Monate 1968 war um rund 450 Millionen Franken niedriger als in der gleichen Zeit des Vorjahres. Für 1967 ist inzwischen ein Einnahmenüberschuß der Ertrags-

bilanz von rund 1 Milliarde Franken oder ungefähr das Doppelte des Jahres 1966 ermittelt worden. Es ist nicht ausgeschlossen, daß dieses Jahr der Überschuß auf gegen 1½ Milliarden ansteigen wird.

Im inländischen Bereich ist, wie bereits ausgeführt wurde, vor allem eine Belebung im Wohnungsbau festzustellen. Die Zahl der neu erstellten Wohnungen in den 65 von der Statistik erfaßten Städten nahm von Januar bis Juli gegenüber der gleichen Vorjahresperiode um 11% zu. Die Bewilligungen für die Errichtung neuer Wohnbauten stiegen gleichzeitig um 10%, wobei die Zunahme vor allem in den letzten Monaten besonders kräftig ausfiel. Dies, wie auch die starke Ausdehnung der in der gleichen Periode eingeräumten Baukredite um 26%, deutet darauf hin, daß die Wohnbautätigkeit weiterhin lebhaft bleiben dürfte. Eine Zunahme lassen ferner die Ausüstungsinvestitionen erkennen. Dies geht nicht nur aus Erhebungen des Instituts für Wirtschaftsforschung an der ETH hervor, sondern insbesondere auch aus dem vorerwähnten, überaus kräftigen Anziehen der Einfuhr von Investitionsgütern. Die Unternehmungen konzentrieren sich offensichtlich auf die Vornahme von Rationalisierungsinvestitionen, während gegenüber eigentlichen Erweiterungsinvestitionen, zweifellos mit Rücksicht auf die Arbeitsmarktlage, weiterhin Zurückhaltung gewahrt wird. Die Bauinvestitionen von Industrie und Gewerbe zeigen denn auch eine nur geringfügige Zunahme. Die industrielle Produktion nahm im zweiten Vierteljahr – wie bereits im ersten – um 3% zu. Die Zahl der Beschäftigten in der Industrie stieg im zweiten Quartal, verglichen mit dem Stand am Ende des ersten Quartals, leicht an. Auch im Baugewerbe ist die Beschäftigung im Steigen begriffen. Sowohl in der Industrie wie auch im Baugewerbe werden die Beschäftigungsaussichten für die nächste Zeit eindeutig günstig beurteilt.

Die Nachfrage nach Konsumgütern scheint sich bis anhin im allgemeinen nicht nennenswert erhöht zu haben. Allerdings haben die Käufe von dauerhaften Konsumgütern sowie von Dienstleistungen etwas stärker zugenommen.

Auf die bemerkenswerte Abschwächung des Preisauftriebs ist bereits aufmerksam gemacht worden. Der Anstieg der Konsumentenpreise, verglichen mit dem Vorjahresstand, ist in den vergangenen Monaten sukzessive geringer geworden. Er ging von über 5% in den ersten fünf Monaten des Jahres 1966 auf 3,4% im März dieses Jahres, 3,2% im April, 2,4% im Mai, 1,8% im Juni und 1,3% im Juli zurück. Diese Entwicklung sollte deshalb ganz besonders herausgestrichen werden, weil nun endlich die Auswirkungen der Konjunkturdämpfung und -abschwächung auf die Preise spürbar werden, die von den Kritikern der getroffenen Maßnahmen immer wieder angezweifelt worden sind. Die Übertragung sowohl der Konjunkturüberhitzung als auch einer Beruhigung der Wirtschaftstätigkeit auf die Preise und insbesondere auf die Konsumentenpreise erfolgt, wie die Erfahrungen der letzten Jahre bestätigen, mit einem ganz bedeutenden zeitlichen Abstand. Die Abschwächung des Preisauf-

triebs in den vergangenen Monaten tritt im übrigen noch deutlicher im Großhandelspreisindex in Erscheinung.

Auch die Lohnentwicklung ist im zweiten Quartal ruhig verlaufen. Die Erhöhung war wie schon im ersten Vierteljahr geringer als im Vorjahr. Dies dürfte sich allerdings in der zweiten Hälfte des Jahres ändern, ist doch ein starker Trend zu Lohn- und Gehaltserhöhungen festzustellen. Es sei lediglich auf die Realloohnerhöhung der Bundesbeamten hingewiesen, eine Entwicklung, die noch weitere Kreise ziehen könnte. Die Lohn- und Gehaltsentwicklung, die sich hier abzeichnen beginnt, dürfte im kommenden Jahr als zusätzlicher Auftriebsfaktor in Rechnung zu stellen sein.

#### 4. Zur Lage am Geld- und Kapitalmarkt

Der Geldmarkt zeigte in den zurückliegenden Monaten relativ geringfügige Bewegungen. Die sehr bedeutenden Mittel, die weiterhin aus dem Ausland zufflossen, wurden angesichts der günstigen Zinskonditionen an den internationalen Märkten praktisch vollumfänglich wieder im Ausland angelegt. Die immer noch eher bescheidene Kreditbeanspruchung im Inland veranlaßte die Banken, ihre inländische Liquidität auf einem relativ niedrigen Stand zu belassen. Die Bilanzsumme der 72 von der Statistik monatlich erfaßten Kreditinstitute nahm in der ersten Jahreshälfte, vor allem als Folge der hohen Geldzuflüsse aus dem Ausland, um nicht weniger als 11% zu (ganzes Jahr 1967: 13%). Zur Wahrung angemessener Proportionen in den stark angewachsenen Bilanzen schritten die Banken auf den Halbjahresultimo zu einer beträchtlichen Aufstockung ihrer inländischen Liquidität. Sie traten zu diesem Zweck der Nationalbank Devisen im Umfange von 1850 Millionen Franken ab. Im Gegensatz zum Vorjahre handelte es sich nicht um definitive Devisenverkäufe, sondern um auf das Monatsende beschränkte vorübergehende Abtretungen auf Swap-Basis. Der ganze Betrag floß daher Anfang Juli praktisch wieder an die Banken zurück und wurde von diesen neuerdings im Ausland angelegt. Mitte Juli lagen die Giro Guthaben der Banken um rund 10% unter dem Vorjahresstande. Im Hinblick auf die in der zweiten Jahreshälfte zu erwartenden steigenden Kreditbedürfnisse im Inland bauten die Kreditinstitute Ende Juli ihre Auslandsanlagen etwas ab und beschafften sich durch definitiven Verkauf von Dollars an die Nationalbank zusätzliche inländische Liquidität im Umfange von 650 Millionen Franken. Da in den kommenden Monaten mit einer lebhafteren Ausweitung des Kreditvolumens zu rechnen ist, dürfte diese inländische Kassahaltung der Banken immer noch eher knapp bemessen sein. Es wird daher mit weiteren Repatriierungen von ausländischen Anlagen zu rechnen sein.

Über das rasche Anwachsen der Auslandposition unserer Banken seit Anfang 1967 haben wir in unserem letzten Exposé ausführlicher berichtet. Der Mittelzuström aus dem Ausland hielt auch im zweiten Quartal in unvermindertem Maße an. Er erreichte einen Umfang von rund 2 Milliarden Franken und war damit sogar noch etwas größer als im ersten Vierteljahr. Der ganze Betrag ist, wie bereits erwähnt, wieder ins Ausland geleitet worden. Die

potentielle Liquidität unseres Bankensystems hat damit jedoch einen weiteren, ganz bedeutenden Zuwachs erfahren, sind doch die Banken in der Lage, jederzeit sehr kurzfristig ausländische Anlagen zurückzurufen und bei der Notenbank in Franken umzuwandeln, um damit einen Anstieg der Kreditnachfrage im Inland befriedigen zu können. Die gesamten zur Hauptsache kurzfristigen Auslandsanlagen der Banken erreichten Ende Juni einen Betrag von rund 30 Milliarden Franken. Diese Zahl ist wohl ein deutlicher Hinweis auf die Bedeutung, welche das Liquiditäts- und damit zugleich Kreditschöpfungspotential erlangt hat, das unserem Bankensystem in Form von kurzfristigen Anlagen im Ausland zur Verfügung steht.

Da, wie weiter oben dargelegt worden ist, nach wie vor die Möglichkeit einer kumulativen Konjunktursteigerung in unserem Lande besteht, ist der Entwicklung der Kreditfähigkeit weiterhin große Aufmerksamkeit zu schenken. Die starke Ausweitung der von den Banken erteilten Kreditzusagen – sie betrug im ersten Semester gegenüber dem gleichen Zeitraum vom Vorjahr 33% – läßt vor allem auf eine Belebung des Kreditangebotes schließen, denn es dürfte sich dabei zum Teil um konkurrenzbedingte Offerten verschiedener Bankinstitute an ein und denselben Kreditnehmer handeln. Der Anreiz zur Expansion wird dadurch von der Kreditseite verstärkt. Die Erfahrungen der letzten Jahre haben gezeigt, daß auf Kreditangebote zurückgegriffen wird, sobald der Aufschwung wirklich in Gang gekommen ist.

Am Kapitalmarkt war bis zur üblichen Sommerpause eine sehr lebhaftige Emissionstätigkeit festzustellen. Sie hat inzwischen an Intensität eher noch zugenommen. Die neu begebenen Anleihen sind durchwegs gut gezeichnet worden. Für das vierte Quartal scheint sich eine geringere Neigung zu inländischen Anleiheemissionen abzuzeichnen. Der Markt wurde in den ersten acht Monaten im Betrage von 1737 Millionen Franken durch öffentliche inländische Obligationenanleihen neu beansprucht. Die ausländischen Anleiheemissionen erreichten die Summe von 715 Millionen Franken und übertrafen damit das Vorjahresergebnis um 197 Millionen Franken. Nach Abzug der Rückzahlungen ergibt sich für die Zeit von Januar bis August 1968 eine Nettobeaufschlagung des Marktes durch inländische und ausländische Anleihe- sowie inländische Aktienemissionen von 2584 Millionen Franken. Dies sind rund 530 Millionen Franken mehr als im gleichen Zeitraum des Vorjahres.

Ein Blick auf die Aktienbörsen gibt uns Anlaß zu einigen Überlegungen, die unter den gegenwärtigen Verhältnissen zunächst vielleicht überraschen mögen. Die sechs-

ziger Jahre haben uns vor Augen geführt, daß das inflatorische Ansteigen der Preise sogenannter Sachwerte die Kreditaufblähung und Konjunkturübersteigerung maßgeblich zu verstärken geeignet ist. Diese Erscheinung, die auch etwa als Vermögensinflation bezeichnet wird, trifft vor allem für Aktien und Liegenschaften zu. Sowohl an den Aktienbörsen als auch im Grundstückhandel sind kumulative Preissteigerungen und damit rasche und bedeutende Spekulationsgewinne möglich. Vor allem aber wird dadurch zugleich die Basis für eine starke Ausweitung des Kreditvolumens geschaffen. Denn sowohl Aktien als auch Grundstücke lassen sich belehnen, und je höher ihr Wert steigt, desto mehr Kredit kann mit ihrer Hilfe aufgenommen werden. So wird es möglich, Aktien oder Liegenschaften mit sehr geringen eigenen Mitteln zu erwerben. Dies wiederum treibt die Kurse und Preise in die Höhe und dehnt die scheinbar «reale», auf Sachwerten beruhende Grundlage für die Ausweitung des Kreditvolumens aus. Wir haben diesen Inflationsmechanismus während einigen Jahren am Werk sehen können.

Von ungefähr der Mitte des vergangenen Jahres an bis zum Juni 1968 ist das Kursniveau an den Aktienbörsen erstmals wieder stetig angestiegen. Es hat ungefähr den Stand vom Sommer 1960 erreicht und ist seither annähernd auf dieser Höhe verharret. Die Grundstückspreise sind im allgemeinen noch stabil. Auf dem Land sind sie zum Teil sogar noch leicht rückläufig. In den städtischen Agglomerationszentren ist hingegen eher eine leichte Tendenz zu festeren Preisen festzustellen. Die steigende Wohnbautätigkeit und die beschleunigte Zunahme der zugesagten Baukredite könnten diese Tendenz noch verstärken.

Es wäre angesichts dieser Lage sicherlich unangebracht oder doch wenigstens verfrüht, bereits von einer beginnenden Sachwertinflation zu sprechen. Gegenüber den ersten sechziger Jahren sind die Verhältnisse, wenigstens vorläufig noch, auch insofern verschieden, als derzeit die Anlagefonds nicht mehr im gleichen Maße als wichtige Nachfrager sowohl nach Aktien als auch nach Immobilien auftreten. Indessen sollte in der gegenwärtigen Konjunkturphase die weitere Entwicklung der beiden wichtigsten Sachwerte sorgfältig im Auge behalten werden, um eine Verstärkung eines allfälligen neuen Booms von dieser Seite her möglichst zu vermeiden. In dieser Hinsicht kommt vor allem den Banken eine entscheidende Rolle zu, haben sie es doch weitgehend in der Hand, durch Verzicht auf eine übersetzte Krediterteilung und Belehnung einen inflatorischen Anstieg von Aktienkursen und Liegenschaftspreisen zu vermeiden.

## 2. Teil

### Zur Instrumentariumsvorlage

Ende August hat der Bundesrat die Botschaft über das Instrumentarium publiziert. Einmal mehr wird dadurch der Öffentlichkeit in Erinnerung gerufen, daß die Hauptaufgabe der Nationalbank darin besteht, eine im Interesse der Gesamtwirtschaft liegende Geldpolitik zu führen, das heißt die nationale Geldmenge in einem angemessenen Verhältnis zu den nationalen Produktionsmöglichkeiten zu halten.

Die Erfüllung dieser Aufgabe setzt unter den gegenwärtigen Verhältnissen voraus, daß die Nationalbank das Volumen des laufend im Bankensystem geschaffenen und den Zahlungsverkehr dominierenden Buchgeldes beeinflussen kann.

Für eine solche Beeinflussung hat die geldpolitische Praxis sowohl direkt als auch indirekt wirkende Instrumente entwickelt.

Die indirekt wirkenden Instrumente knüpfen daran an, daß von der Bankkundschaft wenigstens ein kleiner Bruchteil des Buchgeldes in Bargeld eingelöst wird. Die Banken müssen daher über einen gewissen Bestand an Bargeld<sup>1)</sup> verfügen, wenn sie Buchgeld schaffen wollen. Eine Vermehrung des Buchgeldes setzt entweder eine überschüssige Barreserve oder deren Vermehrung voraus. Die übliche Bardeckung des Buchgeldes bewegt sich heute zwischen 10% und 20%. Das Bankensystem kann also für jeden bei ihm liegenden Franken Bargeld für mindestens fünf Franken Buchgeld schaffen. In der Botschaft wurde dargelegt, wie das Buchgeld aus der Kreditgewährung der Banken entsteht.

Zur Ausweitung der Buchgeldmenge ist also Bargeld notwendig. An diesen Tatbestand knüpfen die indirekt wirkenden Instrumente an, mit denen die Notenbank verhindern soll, daß zuviel Buchgeld geschaffen wird. Sie beruhen darauf, daß den Banken Bargeld entzogen wird. Jene Menge an Bargeld soll vermindert werden, die über die übliche Deckung für das bereits vorhandene Buchgeld hinausgeht und als Grundlage für die Schaffung einer zu großen zusätzlichen Menge an Buchgeld verwendet werden könnte. Die Hauptinstrumente zum Entzug von Bargeld sind Offenmarktpolitik und Mindestreserven (Mindestguthaben).

Bei den direkt wirkenden Instrumenten – sie sind in der Botschaft durch die Kreditzuwachsbeschränkung und in gewissem Sinne auch durch die Steuerung des Emissionsvolumens vertreten – schreibt die Notenbank den Banken direkt vor, bis zu welcher oberen Grenze sie

während eines gewissen Zeitraumes das Buchgeld vermehren dürfen. Für die Bemessung der oberen Grenze gibt es eine Reihe von Methoden, die es gestatten, den Besonderheiten der einzelnen Bank Rechnung zu tragen.

Werden direkt und indirekt wirkende Instrumente gleichzeitig angewandt, so wirken die ersteren nur in jenen Fällen beschränkend, wo eine Bank über genügend Bar-mittel verfügen würde, um über die obere Grenze hinaus Kredite zu gewähren.

In der bisherigen öffentlichen Diskussion sind die in der Botschaft vorgeschlagenen indirekt wirkenden Instrumente der Offenmarktpolitik und der Mindestguthaben (Mindestreserven) auf dem Zuwachs an Verbindlichkeiten auf weit weniger Widerstand gestoßen als die direkt wirkenden, das heißt die Kreditzuwachsbeschränkung und die Emissionsvolumenkontrolle.

Bei der Offenmarktpolitik haben die Vorbehalte nur den Charakter von Empfehlungen bezüglich der Art der Anwendung. Sie ist ein nützliches Mittel, insbesondere zur Verstärkung der Wirkung anderer Instrumente. Allein angewandt, stößt sie bei den schweizerischen Gegebenheiten sehr bald an schwer zu überschreitende Grenzen. Die Beträge, die abgeschöpft werden, können leicht durch Hereinnahme von im Ausland liegenden Mitteln ersetzt werden. Sobald man den Banken Mittel entziehen wollte, die sie für die viel lukrativere Verwendung zur multiplikativen Kreditexpansion wirklich benötigen, dann würde die Neigung zum Erwerb von verzinslichen Nationalbankpapieren aufhören.

Auch die Möglichkeiten, dem Markte börsengängige Papiere zu verkaufen, sind eng begrenzt, unter anderem auch deshalb, weil die Schaffung eines großen Interventionsportefeuilles nur während einer Rezessionsperiode möglich ist.

Die wirkungsvollere Zwangsabschöpfung durch die Einforderung von Mindestguthaben auf dem Zuwachs der Passivseite der Bilanz als Forderungen der Kundschaft niederschlagenden Buchgeldmenge stößt bereits auf lebhaftere Kritik. Allerdings erheben sich nur relativ wenige Stimmen gegen das Prinzip an sich; zu ihnen gehört der gewichtige Gewerbeverband. Zunehmend wird aber die in der Botschaft vorgeschlagene Abschöpfung auf dem Zuwachs an Verbindlichkeiten als zu wenig rasch wirksam kritisiert. Kreise, die diese Meinung vertreten, sähen lieber Mindestguthaben auf dem Bestand an Verbindlichkeiten. Bei den Befürwortern der Mindestguthaben sind daher zwei Lager entstanden: Das eine, dazu gehören vor allem die Bankiervereinigung und viele andere Wirtschaftskreise, betrachtet die in der Botschaft vorgeschlagenen Mindestguthaben auf dem Zuwachs an Verbindlichkeiten als das Maximum des Vertretbaren. Das andere, vor allem vertreten durch einen Teil der Wirtschaftspresse und durch Wirtschaftswissenschaftler, befürwortet das rascher substantielle Abschöpfungen gestattende System der Mindestguthaben auf dem Bestand an Verbindlichkeiten.

<sup>1)</sup> Unter Bargeld wird hier verstanden: Banknoten, Giro-guthaben bei der Notenbank und Postcheckguthaben, die jederzeit in Banknoten umgewandelt werden können, sowie Münzen.

Die in der Botschaft vorgeschlagenen Mindestguthaben auf dem Zuwachs an Verbindlichkeiten können vor allem dann die Buchgeldschöpfung bremsen, wenn sie in einem frühen Zeitpunkt der konjunkturellen Aufschwungsphase eingesetzt und durch die Offenmarktpolitik ergänzt werden; wenn ihr Einsatz von den Banken und der übrigen Wirtschaftswelt, wie in früheren Zeiten die Diskonterhöhung, als Warnzeichen zum Maßhalten ernsthaft beachtet wird und wenn – dies ist die wichtigste Hauptvoraussetzung – das Bankensystem darauf verzichtet, die abgeschöpften Barmittel durch die Liquidation von kurzfristigen Auslandsanlagen zu ersetzen. Die Aussichten für die Erfüllung dieser Hauptvoraussetzung sind um so günstiger, je ernsthafter die Banken damit rechnen müssen, daß ihnen die Notenbank einen massiven Bargeldnachschub aus dem Ausland durch eine Kreditzuwachsbeschränkung neutralisiert. Würde die gesetzliche Ermächtigung zum Erlaß der Kreditzuwachsbeschränkung wegfallen, so hätten die Befürworter der Bestandesreserven mit ihrer Kritik an den Zuwachsreserven nur allzu recht.

Der in der Botschaft dargelegte Vorschlag der Zuwachsreserven stellt insofern einen gewissen Schritt in Richtung der Bestandesreserven dar, als die Abschöpfung auch den Zuwachs der letzten zwölf Monate vor Anwendung des Systems erfassen kann.

Die Befürworter der Bestandesreserven sind der Meinung, die nur auf dem Zuwachs der Passiven mögliche Abschöpfung sei am Anfang viel zu gering und mache sich quantitativ erst mit der immer übermäßiger werdenden Kreditexpansion bemerkbar, das heißt wenn die Inflationstendenzen bereits recht stark seien; dann aber sei die Bremswirkung bereits problematisch. Die Preis-Lohnspirale lasse sich in diesem Zeitpunkt nicht mehr genügend beeinflussen. Diese Kritik stammt insbesondere aus Kreisen, die ein starkes Instrumentarium wünschen und im Hinblick auf die Opposition der Banken gegen eine gesetzliche Verankerung der Kreditzuwachsbeschränkung diese letztere durch Mindestguthaben auf dem Bestand ersetzen wollen. In diesem Sinne wird darüber hinaus gelegentlich noch empfohlen, neben oder statt den Bestandesreserven auf der Passivseite auch Mindestreserven auf der Aktivseite, das heißt parallel zur Kreditgewährung, abzuschöpfen.

Da diese Vorschläge in der kommenden Diskussion eine beträchtliche Rolle spielen dürften, scheint es angezeigt, etwas eingehender auf sie einzutreten und darzulegen, warum Bundesrat und Nationalbank nicht Lösungen dieser Art vorgeschlagen haben.

Vorerst ist daran zu erinnern, daß das schweizerische Bankensystem gegenwärtig über mindestens 30 Milliarden Franken zum größten Teil kurzfristige Anlagen im Ausland verfügt. Diese werden vor allem von den Großbanken und in beträchtlichem Ausmaße auch von den ausländisch beherrschten Banken kontrolliert. Die solche Guthaben aufweisenden Banken können aus diesem Reservoir schöpfen, um die ihnen entzogenen Barmittel immer wieder zu ergänzen.

Die besonders mit dem Ausland verbundenen Banken verwalten auch ausländische Wertschriften, deren Wert ein Vielfaches der 30 Milliarden übersteigt. Durch einen Umtausch von ausländischen Anlagewerten oder die Investition von Erträgen in schweizerische Werte, können in der Schweiz neue Barmittel geschaffen beziehungsweise die den Banken entzogenen Barmittel ebenfalls ersetzt werden.

Daneben besitzt die übrige schweizerische Wirtschaft beträchtliche Anlagen im Ausland, die ebenfalls teilweise heimgeholt werden können.

Zu all dem hinzu macht sich von Zeit zu Zeit eine Neigung des Auslandes zur Flucht in den Schweizerfranken bemerkbar.

Dies ist ein riesiges Reservoir, aus dem in Zeiten ansteigender Konjunktur Barmittel geschöpft werden können und aus dem sich somit von der Notenbank eingeforderte Barmittel ersetzen lassen. Die Bedeutung dieses Reservoirs läßt sich erahnen, wenn man sich daran erinnert, daß die gesamte Notenbankgeldreserve (Barreserve) des Bankensystems im allgemeinen 4 Milliarden Franken kaum wesentlich übersteigt.

Dabei muß man sich immer vor Augen halten, daß jeder Franken an Bargeld dazu dienen kann, einen mindestens fünffachen Betrag an Buchgeld zu schaffen. Mit prozentual kleinen Hereinnahmen aus dem Auslandreservoir können nicht nur die von der Notenbank abgeschöpften Barmittel ersetzt, sondern darüber hinaus die Grundlagen für eine weitere Kreditexpansion verstärkt werden.

Dieses Risiko ist bei den Mindestguthaben auf dem Zuwachs größer als bei den Mindestguthaben auf dem Bestand an Verbindlichkeiten. Angesichts der Größe des Barmittel-Reservoirs im Ausland und der Schwierigkeiten, auf die hohe Reserveansätze für Bestände stoßen würden, vermindert sich die praktische Bedeutung des Unterschiedes zwischen den beiden Methoden. Er ist unseres Erachtens nicht genügend groß, um die Ersetzung der Kreditzuwachsbeschränkung durch Bestandesreserven zu rechtfertigen.

Um mit dem Regime der Bestandesreserven dem Nachschub von Barmitteln aus dem ausländischen Reservoir wirksam entgegenzutreten zu können, müßten die Maximalsätze für die Abschöpfung stark differenziert und zum Teil sehr hoch angesetzt werden. Eine adäquate Differenzierung und Satzbemessung wäre sehr schwer zu finden und durchzusetzen.

Auch aus Gründen der praktischen Anwendbarkeit müßte die Satzdifferenzierung relativ einfach sein. Dies aber würde sehr hohe Abschöpfungsmaxima bedingen. Die Folge wären große unterschiedliche Wirkungen auf die einzelnen Banken. Die Banken würden daher mit Vehemenz und stichhaltigen Gründen dagegen opponieren.

Angesichts der hohen Maxima würde von seiten der Wirtschaft und der Politik zudem der Einwand erhoben, die Notenbank erhalte Vollmachten zur Deflationspolitik. Würde man sich aber mit tiefen Sätzen begnügen, so wäre das Risiko eines großen Bargeldnachsches aus dem Ausland erst recht nicht gebannt. Die Abschöpfungen bekämen hauptsächlich die inlandorientierten Banken zu spüren. Die daraus entstehenden Wettbewerbsverzerrungen würden schwierige Probleme schaffen.

Bestandesreserven mit relativ niedrigen Sätzen könnten aber eine sehr nützliche Rolle in Verbindung mit der Kreditzuwachsbeschränkung spielen. Durch die gleichzeitige Anwendung der Kreditzuwachsbeschränkung würde der Bargeldnachsches aus dem Ausland weitgehend neutralisiert. Die Gefahr der Wettbewerbsverzerrungen träte in den Hintergrund.

Das Direktorium erhebt also keine Einwendungen gegen Bestandesreserven, betont aber, daß sie das Instrument der Kreditzuwachsbeschränkung nicht in genügendem Ausmaß ersetzen können.

Ursprünglich hatte die Nationalbank Mindestguthaben auf dem Bestand im Auge. Der Widerstand der Bankwelt und jener, die deflatorische Auswirkungen befürchten, war aber gegen dieses Instrument sehr viel größer als gegen Kreditzuwachsbeschränkungen. Es erschien unmöglich, beides durchzusetzen. Man zog es daher vor, die wirkungsvollere und von den Banken weniger beanstandete Kreditzuwachsbeschränkung in den Vordergrund zu stellen und sich bei den Mindestguthaben auf solche auf dem Zuwachs zu beschränken, wobei die letzteren eine starke Aufwertung dadurch erfahren, daß im Falle von kompensierendem Barmittelnachsches aus dem Ausland eine Neutralisierung dieser Mittel durch die Kreditzuwachsbeschränkung angedroht werden kann.

Unsere Bemerkungen zum ebenfalls gut gemeinten Vorschlag von Mindestguthaben auf der Aktivseite können wir kurz halten. Für neue Kreditgewährungen würden Mindestguthaben erhoben. Die Banken würden also mit zunehmender Kreditgewährung direkt Barmittel verlieren. Dies würde ihre Kreditexpansionsmöglichkeiten vermindern.

Zweifelloos müßten die Sätze nach den verschiedenen Kreditarten differenziert werden. Dies würde die Nationalbank dem Vorwurf aussetzen, sie betreibe Wirtschaftsdirigismus und dies sei nicht verfassungskonform.

Man kann damit aber auch, aus ähnlichen Gründen wie bei den Mindestreserven auf der Passivseite, dem Problem des Bargeldnachsches aus dem ausländischen Reservoir nicht beikommen. Zudem nähme die Gefahr von Wettbewerbsverzerrungen zu. Die inlandorientierten Banken würden ihren Barbestand rasch schwinden sehen. Die Banken mit dem Barreservoir im Ausland könnten dagegen immer wieder die notwendigen Barmittel aus dem Ausland herbeiholen. Dies könnte den Konzentra-

tionsprozeß zugunsten der Großbanken künstlich und mächtig fördern.

Wir glauben daher nicht, daß ein solches Instrument für die schweizerischen Verhältnisse in Frage kommt.

Umstritten ist auch die Kompetenz der Notenbank, das Anleihensemissionsvolumen daraufhin zu beeinflussen, daß eine explosive Zinshausse vermieden wird. Dabei gilt die Ermächtigung nur für den Fall, daß die Emissionsbanken nicht selbst für eine entsprechende Regelung sorgen.

Diese Kompetenz war im ursprünglichen Entwurf nicht enthalten, wurde aber im Vernehmlassungsverfahren stark überwiegend als notwendig bezeichnet.

Sollte es notwendig werden, den Zugang zum Kapitalmarkt zu beschränken, so wird davon vor allem die öffentliche Hand betroffen<sup>1)</sup>. Es ist fraglich, ob alsdann die Emissionsbanken, auf sich allein gestellt, stark genug sind, diesem Druck zu widerstehen.

#### **Bemerkungen zu den Einwendungen gegen die Kreditzuwachsbeschränkung**

Am zahlreichsten sind die Einwände gegen die Kreditzuwachsbeschränkung.

1. Von seiten der Bankiervereinigung gibt man zu, daß Kreditzuwachsbeschränkungen notwendig sein könnten. Man möchte aber für den Einsatz dieses Mittels auf den Weg freiwilliger Vereinbarungen verweisen. «Kein Diktat der Nationalbank» lautet die Parole. Man scheint völlig zu ignorieren, daß das Gesetz der freiwilligen Vereinbarung eine gewisse Priorität einräumt, daß ein mehrstufiges Konsultationsverfahren vorgesehen ist, daß als weitere Sicherheit die Zeitdauer begrenzt und eine untere Grenze für den Kreditzuwachs festgesetzt ist. Ein «Diktat» ist ausgeschlossen. Willkür würde von der öffentlichen Meinung sowieso nicht akzeptiert.

Hinter dem Vorwurf des Diktats steht der Wunsch, daß einzelne Banken und Bankengruppierungen ein Veto-recht gegen eine ihnen zu lästig erscheinende Beschränkung der Geldmenge erhalten. Es ist aber eine völlige Illusion zu glauben, daß einzelne Institute oder Gruppierungen, die im Erwerbsskampf und miteinander im Wettstreit um eine möglichst große inländische Kreditkundschaft und um eine möglichst große Bilanzsumme stehen, die Entscheidungsbefugnis über den Umfang der schweizerischen Geldmenge auf die Dauer behalten könnten.

Die Erfahrungen haben den Gesetzgeber noch immer gezwungen, Vorschriften über das Volumen der wichtigsten Geldarten zu erlassen. Zuerst betraf dies die Münzen,

<sup>1)</sup> Aktienemissionen werden bekanntlich vom Gesetzestext nicht erfaßt.

dann die Banknoten. Auch die heute am wichtigsten gewordene Geldart – das Buchgeld der Banken – kann sich dieser Notwendigkeit nicht entziehen. Diese Kontrolle ist zur Aufrechterhaltung des Geldwertes und zum guten Funktionieren einer freien Marktwirtschaft unentbehrlich.

Die Argumentation mit dem Diktat appelliert in demagogischer Weise an die Freiheitsinstinkte des Volkes und ist daher nicht ohne Gefahr. Sie leistet jenen Kreisen Vorschub, die die Kompetenzen zum Einsatz des Instrumentariums in die Hände einer politischen Behörde legen möchten. Dies wird aber, soweit wir orientiert sind, gerade von den Banken vehement abgelehnt. Unsere Freunde aus der Bankwelt sollten daher mit diesem Argument vorsichtig sein.

Die Geschichte lehrt, daß die größte Inflationsgefahr von seiten der Regierungen droht. Es wäre daher verwerflich, gerade den potentiell größten Inflationsverursacher mit der geldpolitischen Inflationsbekämpfung zu betrauen. Der Verfassungsgesetzgeber hat diese Gefahr deutlich gesehen, als er zum Ausdruck brachte, daß der mit der Geldpolitik betrauten Notenbank jenes Maß an Unabhängigkeit zu gewähren sei, das notwendig ist, um einem Mißbrauch der Geldschöpfungsmöglichkeiten entgegenzutreten.

Auch der Bundesrat hat sich in der Botschaft sehr deutlich zum Grundsatz bekannt, daß das neue Instrumentarium in die Hände der Nationalbank zu legen sei. Er möchte den in der Verfassung vorgesehenen Schutz des Bürgers gegen den potentiell größten «Inflator Staat» nicht abgebaut sehen.

2. Oft hört man den Einwand, die Kreditwachsbegrenzung behindere die Banken, ihr Kreditpotential voll auszunutzen und beschränke damit den Wettbewerb im Bankgewerbe.

Dieser Einwand vergißt die Zielsetzung. Die Behinderung der vollen Ausnutzung des Kreditpotentials ist gerade der Zweck der Vorlage, denn in Zeiten konjunktureller Überhitzung ist die Vollaussnutzung dieses Potentials volkswirtschaftlich schädlich. Sie führt zur Inflation und verzerrt die Konkurrenzverhältnisse in der Marktwirtschaft.

Oft wird auch behauptet, die Kreditwachsbegrenzung versteinere die Bankenstruktur. Dieser Vorwurf ist im Hinblick auf den zeitlich befristeten Einsatz nicht gerechtfertigt. Im Gegenteil, sie verhindert die Wettbewerbsbegünstigung jener, die sich über die allgemeinen Interessen hinwegsetzen. Wir haben bereits dargelegt, daß, wenn die ganze Hauptlast der Bremsung auf Mindestguthaben gelegt würde, die inlandorientierten Banken gegenüber jenen, die neue Barmittel aus ihrem Auslandreservoir nachbeziehen könnten, benachteiligt würden.

Die nicht selten gehörten Einwendungen, die Kreditwachsbegrenzung begünstige die Großbanken, die

ihre Kunden veranlassen könnten, Kredite auf dem Kapitalmarkt zu konsolidieren, oder sie gestatte den Großbanken, durch lokale Akzentsetzung im Kreditangebot die Lokalbanken auszusteichen, richten sich gegen natürliche Vorteile der Großbanken, die im Prinzip mit oder ohne Beschränkungen und unabhängig von der Art der Beschränkungen spielen können. Es ist unrichtig, sie nuancenlos als eine Konsequenz der Kreditwachsbegrenzung zu bezeichnen.

Mit allem Nachdruck ist zu unterstreichen, daß die Kreditwachsbegrenzung die inlandorientierten Banken davor schützt, daß ihnen während der Restriktionsperiode von den auslandverbundenen Banken das Wasser abgegraben wird.

Hin und wieder wird auch gesagt, die Kreditwachsbegrenzung benachteilige die kleinen Firmen mehr als die großen, da letztere weniger auf Bankkredite angewiesen seien.

Jeder, der das Geld für seine Expansion bereits besitzt, ist im Vorteil gegenüber jenem, der es zuerst bei Banken suchen muß. Das hat an sich weder mit der Bremsung der Kreditexpansion noch mit den angewandten Methoden etwas zu tun.

Wenn aber schon ein solcher Einwand erhoben wird, dann trifft er gerade so gut die Mindestguthaben, es sei denn, man nehme zum vorneherein an, sie seien nicht wirkungsvoll. Vor allem aber wird nicht bedacht, daß damit eigentlich postuliert wird, man solle zur Stärkung kleinerer und mittlerer Unternehmen mehr Inflation betreiben. Abgesehen davon, daß es sehr zweifelhaft ist, ob dieser Wirtschaftsgruppe durch vermehrte Inflation wirklich gedient wäre, würde die Befolgung dieses Rezeptes bedeuten, daß ein viel größerer und wirtschaftlich schwächerer Teil der Bevölkerung um die Kaufkraft seines Einkommens und seiner Ersparnisse zugunsten einer bessergestellten Schicht betrogen würde.

Wenn kleinere und mittlere Firmen gegenüber großen gestärkt werden sollen, dann ist dieses Ziel nicht über eine zusätzliche Geldentwertung, sondern durch andere Mittel zu realisieren.

Hin und wieder wird auch behauptet, die Banken würden im Falle von Restriktionen zuerst die Großkunden bedienen und die mittleren und kleineren Kunden benachteiligen.

Angesichts der starken Stellung der Kantonalbanken und der Lokalbanken, die gerade das mittlere und kleinere Kreditgeschäft besonders pflegen, kommt diesem Einwand kein großes Gewicht zu. Mit ihm eine Inflationsbekämpfung verhindern zu wollen, wäre zudem auch deshalb verkehrt, weil es die Mittleren und Kleineren sind, die normalerweise mehr unter der Inflation leiden als die Großen.

Ebenso trügerisch ist das Argument, die Kreditwachsbegrenzung benachteilige die Entwicklungsggenden.

Einerseits müßte sich dieser Einwand auch gegen Mindestguthaben richten und andererseits übersieht er Entscheidendes.

Während eines inflatorischen Booms ziehen die an sich schon eine gewisse Attraktion ausübenden wirtschaftlichen Ballungszentren durch höhere Lohnangebote Arbeitskräfte von außen an. Die Entwicklungsgebiete werden daher von einer verstärkten Abwanderung von Arbeitskräften bedroht. Zur Entwicklung braucht es aber nicht nur Geld, sondern vor allem auch Arbeitskräfte. Nachdem die Fremdarbeiterzahl nicht mehr erhöht werden soll, werden bei einem nächsten Boom die Arbeitskräfte der Entwicklungsregionen noch stärker als früher von den Industriezentren angezogen werden. Zudem leiden unter der einer Inflation nachfolgenden Rezession erfahrungsgemäß die «wirtschaftlichen Randgebiete» am meisten.

Den Entwicklungsregionen kann nicht durch vermehrte Inflation geholfen werden, deren Kosten schließlich immer die wirtschaftlich Schwächsten zu tragen haben, sondern vielmehr durch planmäßige Erschließung der Infrastruktur, fiskalische Unterstützung und ein durch regelmäßiges Wachstum gekennzeichnetes Wirtschaftsklima.

### **Bemerkungen zu Einwänden genereller Natur**

Unter den vielen generellen Einwendungen seien folgende hervorgehoben:

#### *1. Die Nationalbank erfährt einen gefährlichen Machtzuwachs*

Dieser Einwand übersieht, daß mit der Gesetzesergänzung der Notenbank kein größerer Einfluß eingeräumt werden soll, als sie ihn früher mit der Diskontpolitik hatte, als der Notenbankkredit noch die Hauptquelle der nationalen Geldschöpfung war. Der tatsächliche Einfluß, der mit den neuen Instrumenten ausgeübt werden kann, dürfte sogar bedeutend unter dem früheren Einfluß bleiben.

Die Instrumente sind vor allem ein Gegengewicht gegen die Pflicht der Nationalbank, die ihr offerierten konvertiblen Devisen unbesehen in Bargeld umzuwandeln. Das Zuviel soll wieder neutralisiert werden können. Die vorgeschlagenen Instrumente eignen sich auch nicht zur Wirtschaftssteuerung, sondern nur zur Bekämpfung übermäßiger Geldschöpfung. Zudem sind eine Reihe von Konsultationen vorgesehen, und die Kompetenzen sind sehr restriktiv umschrieben, so restriktiv, daß der Vorwurf immer lauter wird, sie könnten nicht genügend wirksam sein.

Die Zurverfügungstellung von Instrumenten, die den Aufgaben besser angemessen sind, bedeutet noch keinen gefährlichen Machtzuwachs, sondern schafft nur die Voraussetzungen, um der Notenbank die Erfüllung ihrer Aufgaben zu ermöglichen.

*2. Obwohl wir im Gegensatz zum Ausland noch kein Instrumentarium besitzen, ist unsere Währung nicht schlechter, sondern eher besser*

Die massive Buchgeldschöpfung ist eine recht junge Erscheinung. Sie nahm bei uns erst in den letzten zwei Jahrzehnten eine aufsehenerregende Bedeutung an. Zum ersten Mal erreichte sie anfangs der sechziger Jahre kritische Ausmaße<sup>1)</sup>. Und bereits dieses erste Mal, anfangs der sechziger Jahre, mußten wir mit einer recht umfassenden, nicht nur auf den Geldsektor beschränkten dringlichen Gesetzgebung eingreifen, um ein Debakel zu verhindern.

Der Einwand beruht entweder auf Ignoranz oder auf Unehrlichkeit.

*3. Sehr beliebt ist der Einwand, die Anwendung des Instrumentariums führe zur Erhöhung des Zinsniveaus und damit zur Verstärkung der Geldentwertung*

Die Hauptaufgabe des Instrumentariums ist die, eine übermäßige Buchgeldschöpfung für Investitionszwecke zu verhindern. Es geht also darum, im Falle einer konjunkturellen Überhitzung eine Diskrepanz zwischen der Kreditausweitung und der Zunahme an echten Ersparnissen zu vermindern.

Das Instrumentarium möchte also nicht Spargelder stilllegen und eine künstliche Verknappung des Angebotes von Mitteln aus Ersparnissen bewirken. Gegen eine solche Verwendung sind im Gesetzesentwurf Sicherungen eingebaut. Um was es geht, ist, eine künstliche inflatorische Erweiterung des Kreditangebotes zu behindern.

Könnten die Banken nur Spargelder an die Investoren weitervermitteln, so würde der Zins steigen, sobald die Nachfrage nach Spargeldern deren Angebot in wachsendem Ausmaße übertrifft.

Werden nun aber die vorhandenen Ersparnisse dadurch gestreckt, daß neu geschaffenes Buchgeld wie Ersparnisse offeriert wird, so braucht noch keine Zinserhöhung einzutreten. Für diese Streckung der Ersparnisse durch neugeschaffenes Geld ist aber ein sehr viel höherer Preis zu zahlen als durch die Zinserhöhung, falls keine Geldverwässerung stattgefunden hätte.

Der dank der Buchgeldschöpfung kaufkräftig gewordenen zusätzlichen Nachfrage steht kein Konsumverzicht anderer Glieder der Volkswirtschaft gegenüber. Die Güternachfrage dehnt sich stärker aus als das Güterangebot, der Nachfrageüberhang treibt die Preise in die Höhe.

<sup>1)</sup> Ferner ist zu beachten, daß sich die Auslandverflechtung des schweizerischen Bankensystems erst seit Anfang der sechziger Jahre in nie gekanntem Umfange verstärkt hat, was die Währungspolitik vor neue und schwierige Fragen stellt.

Statt daß der Schuldner den marktkonformen Zins zahlt, müssen andere Glieder der Volkswirtschaft ein sehr viel größeres Opfer an Kaufkraft einbuße erbringen. Den «Zinssatz» zahlt nicht der Schuldner, sondern andere, die vom gepumpten Geld überhaupt nicht oder mindestens nicht direkt profitieren. Durch diese marktwidrige Verteilung von Vorteilen und Lasten wird der Markt verzerrt und die Konjunkturüberhitzung angefeuert.

Allerdings kann dieser Weg nicht dauernd ungestraft beschritten werden.

Es wird sich nämlich nach einiger Zeit erweisen, daß die auf Geldschöpfung beruhenden Investitionskredite einen Umfang angenommen haben, der in einem krassen Mißverhältnis zu den Ersparnissen steht. Sofern eine Bank zahlungsfähig bleiben will, muß sie ein solches Mißverhältnis korrigieren.

Die Bank ist daher gezwungen, vermehrt langfristige Mittel zu suchen und auch ihre größeren Debitoren zu veranlassen, Kredite durch Mittelaufnahmen auf dem Kapitalmarkt abzulösen. Es entsteht eine Übernachfrage nach Sparkapital, die nun die Zinsen rapid in die Höhe treibt. Die Zinshausse wird umso stärker ausfallen, je größer das zu beseitigende Mißverhältnis ist.

Dann wird sich sehr rasch das ganze Zinsniveau viel stärker erhöhen als dies der Fall gewesen wäre, wenn von Anfang an das Kreditangebot das Sparvolumen weniger überstiegen hätte, also weniger Geldschöpfung betrieben worden wäre.

Das Instrumentarium hat zur Aufgabe, das Ausmaß des Mißverhältnisses zwischen Kreditangebot und Sparvolumen zu vermindern.

Erfüllt es diese Aufgabe, so wird die Zinshausse geringer ausfallen, und zudem wird auch der Preis, den die übrige Volkswirtschaft als Zinssatz in Form der Geldentwertung bezahlen muß, weit kleiner sein.

#### *4. Das Instrumentarium bedeutet eine Verewigung des Kreditbeschlusses*

Das Gegenteil ist zutreffend. Das Instrumentarium soll dazu beitragen, eine Wiederholung der dringlichen Konjunkturbeschlüsse und damit auch des Kreditbeschlusses zu vermeiden.

Die dringlichen Konjunkturbeschlüsse und damit der Kreditbeschluß wurden seinerzeit notwendig, weil man zu lange durch nicht genügend wirksame Appelle und Vereinbarungen die übermäßige wirtschaftliche Expansion und ihre inflatorischen Auswirkungen meistern wollte.

So wurde der Kreditbeschluß erst erlassen, als sich bereits zeigte, daß die kurzfristigen Bankkredite nicht

mehr in genügendem Umfange durch Hypotheken abgelöst werden konnten, da das Kreditvolumen das Volumen an Ersparnissen sehr stark überstieg.

Nachdem das Mißverhältnis offenbar wurde, gab es nur zwei Auswege:

- a) entweder eine starke Zurückhaltung seitens der Banken bei der Gewährung neuer Kredite (dieser Ausweg war notwendig, wenn man der Inflation Einhalt gebieten wollte);
- b) oder Verwendung ausländischer Kapitalien zur Konsolidierung der Kredite, was aber zugleich eine weitere Beschleunigung und Verlängerung der Inflation bedeutete hätte.

Von den beiden Bremsen, die der Kreditbeschluß beinhaltete, nämlich:

- a) das Anlageverbot für fremde Kapitalien und
- b) die Festsetzung von Kreditzuwachsbeschränkungen

war entschieden das Anlageverbot für fremde Kapitalien die wirksamere, denn sie verlegte den Banken den Weg, die zuviel gewährten und daher inflatorischen Investitionskredite in Form von Anleihen und Hypotheken auf Ausländer abzuschieben.

Die Banken waren nunmehr gezwungen, selber für ein besseres Gleichgewicht zwischen ihrer Kreditgewährung und den sich bildenden Ersparnissen zu sorgen. Sie mußten bei der Gewährung neuer Kredite zurückhalten, das heißt konnten nunmehr in geringerem Umfange inflatorisch wirkendes Buchgeld schaffen.

Diese erste Bremse war stärker als die vom Kreditbeschluß zugelassenen relativ großen Kreditzuwachsrate. Dies zeigte sich darin, daß im Durchschnitt die Kreditzuwachsrate bei weitem nicht voll ausgenutzt wurden. Sie waren allerdings insoweit nicht wirkungslos, als eine Reihe von Instituten die Mittel besessen hätte, um noch etwas mehr Kredite zu erteilen. Die große Zahl der Banken hatte aber keine solchen Möglichkeiten.

Dies hinderte allerdings viele der nicht genügend Mittel aufweisenden Banken nicht, zu erklären, sie könnten ausschließlich wegen der Kreditzuwachsrate des Kreditbeschlusses die von der Kundschaft gewünschten Kredite nicht gewähren. Man versuchte, den Mißmut der Enttäuschten auf die Nationalbank zu lenken.

Das neue Instrumentarium soll nun aber gerade dazu beitragen, zu verhindern, daß es erneut zu einer Konsolidierungslücke mit nachfolgender plötzlicher Kreditverengung und Zinssteigerung kommt.

Die Instrumentariumsvorlage enthält denn auch keine Vollmacht zum Erlaß eines Anlageverbotes für ausländische Kapitalien.

Es sieht überdies die Kreditzuwachsbeschränkung nicht als erste, sondern als letzte einer Reihe von Maßnahmen vor und setzt eine zeitliche Begrenzung ihrer Anwendung im Rahmen eines Konjunkturzyklus.

Daneben enthält das Instrumentarium andere mildere Maßnahmen, die der Kreditbeschuß nicht vorgesehen hatte, wie: vermehrter Einsatz der Offenmarktpolitik sowie Mindestguthaben auf dem Zuwachs an Verbindlichkeiten,

das heißt auf dem Zuwachs an neu geschaffenem Buchgeld.

Die Behauptung, das Instrumentarium bedeute eine Verewigung des Kreditbeschlusses, ist daher unrichtig. Es soll vielmehr mithelfen zu verhindern, daß wieder eine Situation entsteht, die zu einer sehr großen Konsolidierungslücke führt oder die den Erlaß von dringlichen Konjunkturdämpfungsmaßnahmen notwendig macht.